

ANALISIS KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN MAKANAN DAN MINUMAN DI BURSA EFEK INDONESIA PADA PERIODE EKSPANSI INDUSTRI

Pandu Adi Cakranegara *

ABSTRACT

Dividend decisions in the company affect investor expectations and in turn affect the value of the company. Therefore, the dividend decision is a matter of concern to management. In the 2016 to 2019 period, Indonesia's food and beverage industry experienced growth. This study examines the factors that influence the dividend policies of food and beverage companies in Indonesia in the 2016 to 2019 growth period. These factors are Return on Equity, Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Cash Flow from Operation, and Size. Furthermore, the moderating variable, namely sales growth, is used to see whether sales growth affects profitability and subsequently affects dividend policy. The method used in this research is multiple linear regression using panel data. The selected sample uses purposive sampling to find companies that consistently provide dividends that come from profits and not from debt or other sources of funds. The findings of this study are that Return on Equity, Current Ratio, and Debt to Equity Ratio have a significant effect. However, Return on Equity and Current Ratio do not have a significant positive relationship but have a significant negative relationship. This difference is because when an industry grows, the company invests its funds internally to pursue growth so that the allocation of funds used for dividends is reduced.

Keywords: *dividend policy, return on equity, current ratio, debt to equity ratio, sales growth*

1. PENDAHULUAN

Dalam manajemen keuangan ada tiga keputusan penting yang perlu dikelola perusahaan (Brigham, 2021). Ketiga keputusan tersebut adalah keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan keputusan dividen. Keputusan pendanaan akan menentukan dan berpengaruh secara langsung pada keputusan investasi. Semakin murah biaya pendanaan maka perusahaan dapat mengambil proyek yang memiliki imbal balik tidak terlalu tinggi. Semakin banyak akses ke pendanaan semakin banyak pilihan proyek yang bisa diambil perusahaan.

* pandu.cakranegara@president.ac.id, Universitas Presiden

Hal ini berbeda dengan keputusan dividen. Perusahaan tidak harus membagikan dividen. Perusahaan dapat mengompensasi investor dengan tingkat pertumbuhan perusahaan yang juga akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun, hal ini berbeda dengan perusahaan yang sudah berada di periode mapan karena perusahaan sudah memiliki pendapatan yang stabil. Pada periode mapan ketika perusahaan sudah mampu menghasilkan arus kas positif dan kesempatan pertumbuhan internal terbatas, perusahaan diharapkan oleh investor untuk membagi dividen karena terbatasnya tingkat pertumbuhan (Salvatori & Robiyanto, 2020).

Industri makanan dan minuman di Indonesia merupakan salah satu industri yang bertumbuh paling cepat dalam lima tahun terakhir (Kementerian Perindustrian, 2017). Ini menunjukkan bahwa industri sedang dalam periode ekspansi. Ada beberapa faktor yang mendorong pertumbuhan ini. Pertama, pertumbuhan demografi Indonesia. Saat ini penduduk Indonesia terus tumbuh secara positif dari tahun ke tahun (Hidayat, 2020). Selain itu, secara demografi penduduk Indonesia berusia relatif muda di bawah empat puluh tahun yang merupakan usia produktif. Kedua, jumlah kelas menengah di Indonesia meningkat berkat berbagai kebijakan pemerintah untuk mengentaskan masyarakat miskin di Indonesia (Badan Pusat Statistik, 2020). Kombinasi dari kedua hal ini memberikan potensi pasar bagi perusahaan makanan dan minuman. Dengan meningkatnya daya beli masyarakat bawah yang naik kelas menjadi masyarakat kelas menengah, hal pertama yang meningkat adalah konsumsi dasar, dalam hal ini makanan dan minuman. Selain itu, dengan besarnya usia produktif, tingkat konsumsi makanan dan minuman pun akan tumbuh (Wahyuni & Arwana, 2020).

Penelitian ini bertujuan melihat bagaimana kebijakan dividen pada perusahaan makanan dan minuman dengan adanya tren kenaikan industri makanan dan minuman secara keseluruhan (Meidawati *et al.*, 2020). Brigham (2021) menyebutkan ada tiga cara untuk menentukan dividen, yaitu dividen dibagikan secara konstan (berjumlah tetap), dividen dibagikan sebagai persentase dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan, dan dividen sebagai residual setelah

seluruh kebutuhan perusahaan terpenuhi. Dengan demikian, seiring dengan bertumbuhnya laba, bertambah pula dividen yang dibagikan. Selain laba, variabel lain yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat utang. Variabel utang dipilih karena utang merupakan pengungkit laba perusahaan, terutama ketika perusahaan berada di industri yang sedang tumbuh. Variabel lain yang digunakan adalah likuiditas sebab tanpa adanya likuiditas yang cukup maka perusahaan tidak dapat membagikan dividen (Pangestuti, 2019).

Penelitian ini secara spesifik melihat kebijakan dividen pada perusahaan makanan dan minuman. Manfaat penelitian ini adalah memberikan informasi kepada investor terkait keputusan dividen manajemen di perusahaan makanan dan minuman. Terdapat beberapa tipe investor dan sudut pandangnya terhadap dividen. Investor pertama adalah investor yang mengharapkan dividen dalam mengambil keputusan investasi. Dividen kas yang dibagikan perusahaan dapat digunakan oleh investor untuk keperluannya baik untuk keperluan konsumsi maupun diinvestasikan kembali di perusahaan pembagi dividen atau di perusahaan lainnya yang mempunyai potensi kenaikan nilai lebih tinggi.

Investor kedua adalah investor yang menginginkan kenaikan nilai perusahaan dan tidak menginginkan dividen (Sahrani, 2019). Hal ini terutama terkait dengan golongan pajak seorang investor. Ketika dividen yang dibagikan akan menaikkan investor ke golongan pajak yang lebih tinggi maka pembagian dividen justru akan menyebabkan investor membayar pajak dalam jumlah yang lebih besar. Kondisi ini tidak terjadi pada kenaikan nilai saham karena walaupun secara aset nilai investasi investor naik, hal ini belum terealisasi dan belum dikenai pajak.

Investor tipe ketiga adalah investor yang tidak memiliki perbedaan preferensi antara kenaikan nilai perusahaan dan menerima dividen yang dibagikan perusahaan. Ketiga tipe investor ini dapat menggunakan informasi yang ada dalam penelitian ini dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi di perusahaan.

Letak perbedaan ini dengan penelitian terdahulu adalah penelitian ini menggunakan variabel moderasi untuk melihat apakah tren kebijakan dividen perusahaan makanan dan minuman berasal dari kenaikan penjualan. Ketika

variabel moderasi ini tidak digunakan maka perusahaan dapat meningkatkan pembagian dividennya dengan menggunakan sumber pendanaan lain, seperti utang atau dari penjualan aset, tetapi sumber pendanaan seperti ini bersifat jangka pendek. Sementara itu, dividen yang berasal dari kenaikan penjualan akan lebih berkesinambungan.

2. TINJAUAN LITERATUR

Dividen bagi investor memiliki beberapa fungsi antara lain sebagai imbal balik yang diperoleh dan sebagai sarana untuk mengevaluasi perusahaan. Dividen memiliki keunggulan dibandingkan dengan arus kas karena dividen merupakan imbal balik riil. Arus kas menunjukkan seluruh arus kas yang dapat dikelola oleh perusahaan dan dengan demikian menunjukkan nilai perusahaan. Namun, arus kas ini belum tentu direalisasikan kepada investor. Dividen sebagai sebuah proksi dari kas yang diberikan oleh perusahaan kepada investor dapat digunakan sebagai sebuah pengukur nilai perusahaan secara objektif.

Dividen juga berfungsi sebagai sinyal bagi investor (Huotari, 2020). Ketika manajemen memutuskan untuk meningkatkan jumlah dividen yang dibagikan maka ini akan memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek masa depan yang lebih baik. Prospek ini ditunjukkan dengan meningkatnya profitabilitas perusahaan. Ketika profitabilitas meningkat, perusahaan memiliki kemampuan untuk membagi dividen yang lebih besar. Sebaliknya, ketika perusahaan menurunkan, dividen dapat menjadi sinyal buruk karena profitabilitas perusahaan turun (Kurnia, 2019). Investor dapat menganggap perusahaan memiliki prospek masa depan yang menurun. Konsekuensinya adalah investor menurunkan nilai perusahaan. Untuk menghindari hal ini manajemen melakukan berbagai upaya manajemen laba untuk dapat mempertahankan dividen (Lisnawati & Sebrina, 2019). Namun, ada kalanya dividen turun karena perusahaan memilih untuk menginvestasikan arus kas ke dalam proyek yang direncanakan perusahaan. Pada kondisi seperti ini manajemen akan menginformasikan bahwa pengurangan dividen digunakan untuk investasi yang ke depannya akan memberikan dividen

yang lebih besar lagi kepada investor. Dengan demikian, investor tidak menganggap berkurangnya dividen sebagai sinyal yang jelek.

Kebijakan dividen dapat dilihat dari beberapa perspektif. Berdasarkan bentuknya, dividen dapat berupa dividen kas atau dividen nonkas, seperti dividen berupa saham. Dilihat dari waktu pemberiannya, dividen dapat digolongkan menjadi dividen rutin atau dividen bonus yang diberikan di luar periode pembagian dividen rutin. Dilihat dari besarnya, ada beberapa cara dalam membagikan dividen. Cara pertama, dividen yang dibagikan adalah arus kas yang tersisa setelah melakukan pembayaran kepada pemberi utang dan kewajiban lainnya dan saham preferen. Cara kedua dalam menentukan besaran dividen adalah menggunakan sebuah persentase tertentu dari laba bersih, misalnya perusahaan menetapkan akan membagikan dividen sebesar dua puluh persen dari laba bersih. Pada saat laba perusahaan meningkat, jumlah dividen yang diterima oleh investor akan naik secara rupiah walaupun sebenarnya secara persentase tetap. Begitu pula pada saat laba bersih turun, jumlah yang diterima investor secara rupiah akan menurun walaupun secara persentase tetap sama. Cara ketiga dalam menentukan besaran dividen adalah dengan menetapkan jumlah yang tetap secara rupiah. Pada cara ini jumlah dividen akan tetap walaupun laba bersih berfluktuasi.

Kebijakan dividen juga erat kaitannya dengan kebijakan pendanaan. Salah satu teori yang ada dalam kebijakan pendanaan adalah teori *Pecking Order*. Teori ini menjelaskan bahwa terdapat asimetri informasi antara manajemen yang mengelola perusahaan dan pihak luar. Konsekuensi asimetri informasi ini adalah pihak luar menganggap manajemen memiliki lebih banyak informasi daripada informasi yang tersedia di pasar. Karena itu, pihak luar akan meminta premi tambahan sebagai kompensasi atas tambahan risiko yang ditanggung karena asimetri informasi yang ada (Frank *et al.*, 2020).

Terdapat perbedaan risiko yang ditanggung oleh pemberi utang dan investor baru. Pemberi utang menanggung risiko yang lebih kecil dari investor baru sebab investor baru akan menerima keuntungan setelah utang kepada pemberi utang dibayarkan. Pada akhirnya terdapat perbedaan premi yang diminta oleh pemberi

utang dan investor baru. Dilihat dari sisi manajemen, manajemen akan lebih murah untuk menggunakan dana internal daripada meminta dana dari pemberi utang dan akan lebih murah menggunakan dana dari pemberi utang daripada meminta dana dari investor baru (Frank *et al.*, 2020).

Kebijakan dividen dalam penelitian ini berfungsi sebagai variabel dependen dan diwakili oleh *dividend payout ratio*. Rasio ini menunjukkan persentase laba yang digunakan untuk membayar dividen. Penggunaan rasio menghilangkan efek ukuran dalam pembagian dividen. Misalnya, perusahaan membagi dividen yang secara rupiah lebih besar, tetapi sebenarnya secara persentase hanya merupakan bagian kecil dari laba. Ini tidak dapat dibandingkan dengan perusahaan kecil yang membagikan dividen dalam rupiah yang sama besar, tetapi menggunakan hampir seluruh bagian dari labanya. Ketika digunakan persentase, tidak terdapat masalah ini dan kedua kebijakan dividen ini dapat dibandingkan.

Dividend payout ratio juga menunjukkan pilihan yang diambil perusahaan dalam mengalokasikan antara kas yang dibagikan dan kas yang diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan. Tingkat pertumbuhan perusahaan merupakan fungsi dari kemampuan perusahaan untuk menciptakan pertumbuhan dan seberapa banyak arus kas ditanam untuk mendanai pertumbuhan ini. Ketika memiliki potensi pertumbuhan yang besar, perusahaan akan mengalokasikan arus kasnya untuk mendanai pertumbuhan ini. Sebaliknya, ketika tidak ada banyak potensi pertumbuhan, perusahaan akan membagikan labanya dalam bentuk dividen. Tingkat imbal balik investor berasal dari kenaikan nilai perusahaan dan atau dividen yang dibagikan perusahaan. Ketika perusahaan memperkecil dividen dan tidak mampu meningkatkan pertumbuhan atau nilai saham, investor akan menganggapnya sebagai sinyal negatif dan akan mengurangi nilai saham perusahaan.

Ada berbagai hal yang memengaruhi pembagian dividen. Salah satunya adalah tingkat keuntungan perusahaan. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini untuk mengukur tingkat keuntungan adalah imbal balik investor (*return on equity*). Rasio *return on equity* mengukur tingkat laba yang dihasilkan perusahaan

dengan nilai ekuitas perusahaan. Dengan kata lain, *return on equity* mengukur imbal balik atas investasi yang ditanamkan investor. Dengan demikian, melalui indikator *return on equity*, seorang investor dapat membandingkan antara hasil imbal balik yang diharapkan jika berinvestasi pada berbagai perusahaan (Lutfi & Sunardi, 2019).

Variabel lain yang memengaruhi dividen adalah *leverage*, yaitu kemampuan perusahaan untuk berutang. Utang berfungsi sebagai pengungkit. Dengan adanya utang, perusahaan dapat mengambil proyek yang lebih besar (Ratnasari & Purnawati, 2019). Perusahaan juga dapat memanfaatkan untuk memilih lebih banyak proyek yang memiliki tingkat pengembalian positif. Konsekuensi dari hal ini adalah perusahaan dapat memaksimalkan imbal baliknya atau mengurangi risikonya. Dengan semakin besar atau semakin banyak proyek yang diambil perusahaan, perusahaan dapat memiliki potensi arus kas bebas yang lebih besar. Arus kas yang lebih besar dapat digunakan untuk memberikan dividen yang lebih tinggi kepada investor.

Variabel ketiga adalah likuiditas. Dividen yang dibagikan adalah dividen dalam bentuk kas kepada investor dan bukan dividen yang dibagikan dalam bentuk saham atau lainnya. Untuk melakukan hal ini, diperlukan jumlah arus kas yang cukup. Sebagai pengukur likuiditas, proksi yang digunakan adalah *current ratio*. *Current ratio* menunjukkan seberapa banyak aset jangka pendek perusahaan yang didanai oleh arus kas jangka pendek (Sanjaya, 2019). Semakin banyak aset yang didanai dengan utang jangka pendek semakin besar arus kas yang perlu disediakan perusahaan untuk membayar utang jangka pendek. Ketika semakin banyak arus kas yang digunakan untuk mendanai arus kas jangka pendek maka semakin sedikit arus kas yang tersisa untuk digunakan keperluan perusahaan lain, termasuk dividen.

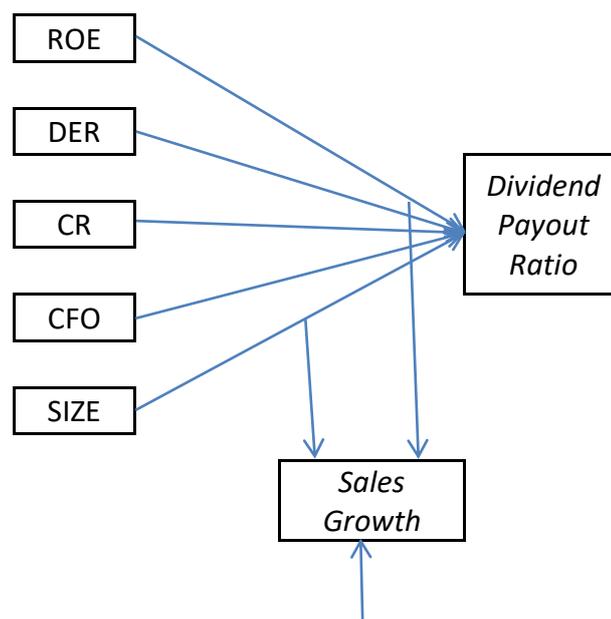
Variabel keempat yang dapat memengaruhi dividen adalah arus kas operasi. Dividen merupakan residu dari keuntungan yang dibagikan dari laba perusahaan. Idealnya arus kas yang digunakan untuk membagikan dividen berasal dari arus kas operasi dan bukan dari penjualan aset perusahaan yang merupakan arus kas

investasi atau dari utang yang merupakan arus kas pendanaan (Apriliyanti *et al.*, 2019).

Variabel kelima yang dapat memengaruhi dividen adalah ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan proksi dari fase pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang sudah berada dalam fase matang atau *cash cow* adalah perusahaan yang cenderung membagikan dividen (Dewi & Sista, 2019). Pada fase ini perusahaan sudah memiliki pertumbuhan yang mapan dan sudah tersisa sedikit kesempatan bagi perusahaan untuk dapat menginvestasikan labanya.

Variabel keenam yang berfungsi sebagai variabel perantara adalah pertumbuhan penjualan. Variabel pertumbuhan penjualan dapat berpengaruh positif atau negatif pada dividen. Pertumbuhan penjualan seharusnya meningkatkan jumlah arus kas perusahaan dan dengan demikian perusahaan dapat membagi lebih banyak dividen kepada investor. Di sisi lain dengan adanya pertumbuhan, penjualan perusahaan harus terus berinvestasi baik pada modal kerja maupun aset tetap sehingga memerlukan penggunaan arus kas. Pada kondisi ini, arus kas perusahaan akan dialokasikan untuk mendanai pertumbuhan dan dividen yang dibagikan berkurang. Kerangka pikir penelitian ini sebagai berikut:

Diagram 1. Kerangka Berpikir Penelitian



Moderasi

Sumber: Diolah penulis, 2020

Berdasarkan kerangka penelitian di atas, hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1: Terdapat pengaruh signifikan *return on equity* terhadap *dividend payout ratio*.

H2: Terdapat pengaruh signifikan *debt to equity ratio* terhadap *dividend payout ratio*.

H3: Terdapat pengaruh signifikan *current ratio* terhadap *dividend payout ratio*.

H4: Terdapat pengaruh signifikan *cash from operations* terhadap *dividend payout ratio*.

H5: Terdapat pengaruh signifikan *firm size* terhadap *dividend payout ratio*.

H6: Terdapat pengaruh signifikan variabel *return on equity* yang melalui variabel moderasi *sales growth* terhadap *dividend payout ratio*.

H7: Terdapat pengaruh signifikan *firm size* yang melalui variabel moderasi *sales growth* terhadap *dividend payout ratio*,

3. METODE PENELITIAN

Metode Statistik

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan statistik parametrik. Metode statistik yang digunakan adalah metode regresi linear berganda (Zaenuddin, 2020). Variabel dependen penelitian ini adalah tingkat pembagian dividen yang diukur dengan menggunakan *dividend payout ratio*. Variabel independen penelitian ini adalah variabel independen utama, yaitu *return on equity*, *debt to equity ratio*, dan *current ratio*. Variabel independen yang berfungsi sebagai variabel kontrol terdiri atas *cash flow from operations*, dan *firm size*. Adapun variabel moderasi yang digunakan adalah *sales growth*.

Penelitian ini juga menambahkan variabel moderasi, yaitu pertumbuhan penjualan. Tujuan variabel moderasi untuk melihat bagaimana variabel moderasi dapat memperkuat, mengurangi atau menegasi hubungan antara variabel independen dan variabel independen. Variabel moderasi digunakan untuk

memoderasi *return on equity* dengan *dividend payout ratio* dan ukuran perusahaan dengan *dividend payout ratio*.

Penelitian ini dimulai dengan melakukan tes normalitas. Setelah data dalam batasan distribusi normal, dilakukan tes *heteroskedascity*, *autocorrelations*, dan *multicollinearity*. Lalu, dari data yang telah melalui proses ini akan dilakukan proses regresi linear berganda.

Kriteria Sampling

Metode sampling yang digunakan adalah metode sampling purposif, artinya sampel dipilih berdasarkan kriteria yang ditetapkan terlebih dahulu. Kriteria pertama adalah perusahaan di industri makanan dan minuman merupakan perusahaan yang membagikan dividen. Kriteria kedua adalah perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan dan memiliki laporan per kuartal karena penelitian ini menggunakan data per kuartal.

Kriteria ketiga, keempat, dan kelima adalah kriteria untuk mengontrol kualitas dari dividen. Kriteria ketiga adalah perusahaan tidak pernah mengalami kerugian. Logika dari kriteria ini adalah ketika perusahaan mengalami kerugian dan tetap membagikan dividen, sebenarnya dividen yang dibagikan bukan berasal dari keuntungan perusahaan, melainkan dari sumber lainnya. Kriteria keempat adalah perusahaan tidak pernah disuspen atau dilarang diperjualbelikan di Bursa Efek. Kriteria keempat ini ditambahkan untuk menghilangkan atau memfilter perusahaan yang memiliki manajemen yang tidak etis. Manajemen yang tidak etis dapat menggunakan cara-cara seperti manajemen laba untuk menciptakan dividen. Walaupun manajemen laba bukanlah sesuatu yang melanggar hukum atau aturan pasar modal, tindakan ini menunjukkan bahwa dividen yang ada tidak secara utuh berasal dari keuntungan operasional. Kriteria kelima adalah perusahaan memiliki laporan audit yang wajar tanpa pengecualian yang merupakan opini tertinggi dalam audit. Kriteria ini menunjukkan laporan keuangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan yang memiliki kualitas tertinggi.

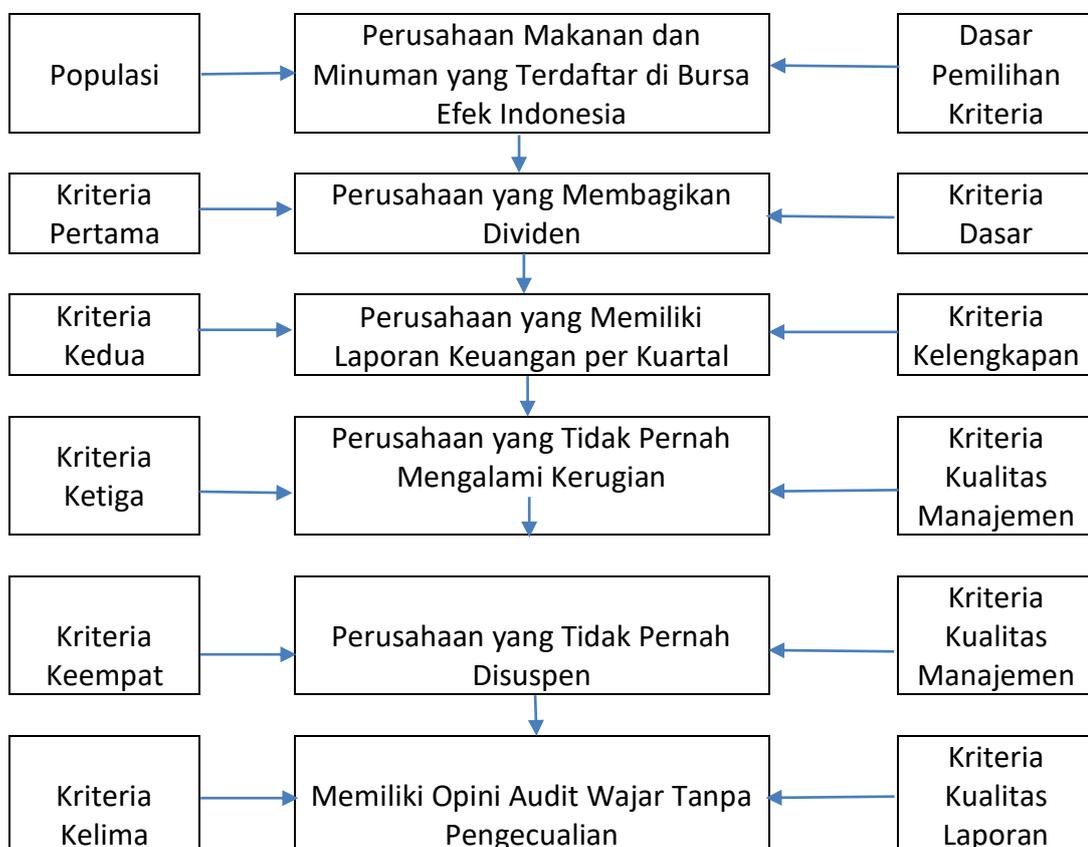
Data diambil dari laporan keuangan perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Laporan keuangan perusahaan ini bisa

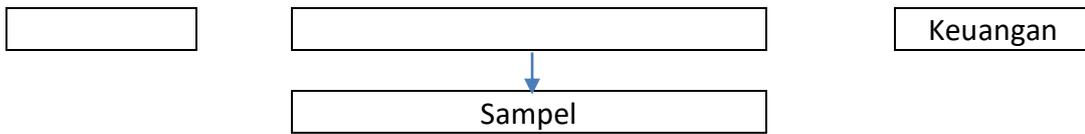
diakses dari data Bursa Efek Indonesia dan laman resmi perusahaan di internet. Periode pengambilan data adalah tahun 2016 hingga tahun 2019. Data dari laporan keuangan digunakan sebagai bahan baku untuk membuat rasio keuangan yang selanjutnya menjadi bahan baku untuk melakukan analisis statistik.

Terdapat dua puluh enam perusahaan di industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dari populasi sebanyak dua puluh enam terpilih enam perusahaan yang memenuhi kriteria yang ditetapkan dalam penelitian ini. Data yang digunakan adalah data per kuartal sebanyak empat tahun, yaitu tahun 2016 hingga tahun 2019.

Langkah-langkah yang dilakukan terhadap data adalah pengecekan distribusi normal, *heteroskedascity*, *autocorrelations*, dan *multicollinearity*. Karena data yang digunakan dari berbagai perusahaan pada periode beberapa tahun, data termasuk ke dalam data panel. Untuk pengolahan data panel dipilih hasil regresi linear berganda yang paling sesuai dengan menggunakan *fixed effect*.

Diagram 2. Kriteria Sampel Purposif





Sumber: Penulis, 2020

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Luaran Statisitik

Tabel 1 merupakan luaran dari statistik deskriptif yang dilakukan pada data. Statistik deskriptif menjelaskan bagaimana karakteristik data. Selain melihat karakteristik data deskriptif juga dapat digunakan untuk mengenali persebaran data. Ketika nilai standar deviasi berada di atas nilai rata-rata, terdapat data yang bersifat *outlier*.

Tabel 1. Data Deskriptif

	DPR	ROE	DER	CR	CFO	SIZE
Mean	0,48	0,10	0,70	0,96	761	13
Median	0,35	0,09	0,62	0,69	245	13
Maximum	1,78	0,28	1,50	3,20	7.398	14
Minimum	0,01	0,01	0,15	0,47	- 1.482	12
Std.	0,43	0,06	0,38	0,93	1.382	4

Sumber: olahan penulis, 2020

Selanjutnya, data diolah dengan menggunakan regresi linear berganda. Metode regresi linear berganda dipilih karena metode ini dapat menghubungkan beberapa variabel independen dengan sebuah variabel dependen. Model penelitian ini adalah bagaimana profitabilitas yang diwakili oleh *return on equity*, likuiditas yang diwakili oleh *current ratio*, *leverage* yang diwakili oleh *debt equity ratio*, serta arus kas dari operasi dan ukuran perusahaan berpengaruh pada kebijakan dividen perusahaan yang diwakili oleh indikator *dividend payout ratio*.

Tabel 2. Model Kebijakan Dividen pada Perusahaan Makanan dan Minuman

Independent Variable	Coefficient	Standard Error	t-Statistics	Probability
<i>Constant</i>	-1,06	0,88	-1,20	0,23

<i>Return On Equity</i>	-3,60	0,63	-0,85	0,00***
<i>Debt to Equity Ratio</i>	-0,18	0,08	-3,63	0,02**
<i>Current Ratio</i>	-0,13	0,03	-5,73	0,00***
<i>Cash Flow from Operations</i>	0,01	0,00	-0,85	0,40
<i>Firm Size</i>	0,17	0,07	2,39	0,02**
<i>Return On Equity</i>	3,60	0,27	13,33	0,00***
<i>Size</i>	0,17	0,10	1,7	0,66

Catatan: *** sangat signifikan pada level 1% Sumber: olah data penulis, 2020

** signifikan pada level 2,5%

Luaran dari regresi linear berganda menunjukkan bahwa terdapat empat variabel yang signifikan. Terdapat dua variabel yang sangat signifikan, yaitu *return on equity* dan *current ratio*. Terdapat dua variabel yang signifikan, yaitu *debt to equity ratio* dan *firm size*. Ini berarti secara statistik empat variabel tersebut memberikan pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan makanan dan minuman di Indonesia.

Tabel 3. Output Model dengan Menggunakan Variabel Moderasi

Variables	Significant Level			Adjusted R Square		
	Without Sales Growth	With Sales Growth	Note	Without Sales Growth	With Sales Growth	Note
ROE	0,00	0,00	Same	0,26	0,27	increase
Size	0,02	0,66	decrease	0,26	0,08	decrease

Sumber: Olahan penulis, 2020

Kemudian, dilakukan regresi kedua dengan menyertakan variabel moderasi pertumbuhan penjualan. Hasil dari regresi linear berganda dengan menggunakan variabel moderasi terhadap *return on equity* menunjukkan bahwa terdapat kenaikan nilai *R square*, tetapi tidak terdapat kenaikan tingkat signifikansi pada uji t. Ketika variabel moderasi ini dikaitkan dengan ukuran perusahaan, menurunkan *R square*, artinya variabel ini tidak dapat memoderasi variabel ukuran perusahaan.

Peningkatan *return on equity* sebagai indikator profitabilitas dapat berasal dari peningkatan penjualan atau dari efisiensi yang dilakukan perusahaan. Efisiensi perusahaan tidak terus-menerus dilakukan karena biaya perusahaan akan

mencapai titik optimumnya. Sementara itu, perusahaan dapat terus memaksimalkan penjualannya. Karena itu, idealnya peningkatan *return on equity* berasal dari peningkatan penjualan. Demikian juga peningkatan aset perusahaan dapat berasal dari peningkatan liabilitas atau peningkatan ekuitas. Perusahaan yang memiliki laba positif akan membagikan sebagian labanya dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan. Laba yang diinvestasikan ke dalam perusahaan selanjutnya akan tercatat pada bagian laba ditahan dan akan meningkatkan jumlah aset perusahaan. Karena itu, penting untuk melihat apakah *return on equity* dan pertumbuhan ukuran perusahaan berasal dari pertumbuhan penjualan. Jika kedua variabel ini memiliki peningkatan nilai yang berasal dari kenaikan penjualan, perusahaan berada dalam kondisi sehat (Mahmood, 2020).

Pembahasan

Berdasarkan hasil regresi linear berganda pada Tabel 2 dapat dibuat persamaan regresi di bawah ini:

$$DPR = -1,06 - 3,60ROE - 0,18DER - 0,13CR + 0,01 CFO + 0,17Size$$

Dari hasil regresi linear berganda terlihat bahwa variabel independen utama, yaitu profitabilitas yang diukur dengan menggunakan *return on equity* memiliki hubungan negatif dengan tingkat pemberian dividen. Pada kondisi normal, semakin tinggi *return on equity*, semakin besar yang dividen yang diberikan perusahaan karena laba perusahaan makin besar (Hairudin *et al.*, 2020). Namun, ketika perusahaan bertumbuh semakin tinggi, perusahaan akan mengurangi dividen dan menggunakan arus kas yang ada untuk mendanai pertumbuhan. Hal ini terkonfirmasi dari kemampuan variabel moderasi, yaitu pertumbuhan penjualan untuk memperkuat model yang ada yang terlihat dari kenaikan nilai *R square*. Salah satu teori pendanaan yang ada adalah teori *pecking order*. Teori ini menjelaskan bahwa terdapat urutan keputusan pendanaan yang dapat dilakukan perusahaan berdasarkan tingkat imbal balik yang diminta dari masing-masing alternatif pendanaan. Pada teori ini dana internal merupakan sumber pendanaan yang paling murah. Oleh karena itu, manajemen perusahaan akan memilih untuk

mendanai dengan menggunakan dana internal terlebih dahulu yang berasal dari laba. Konsekuensi pendekatan ini adalah berkurangnya alokasi arus kas yang semula tersedia untuk dividen karena diprioritaskan untuk mendanai proyek perusahaan yang akan meningkatkan pertumbuhan ke depannya.

Variabel independen kedua yang memiliki pengaruh sangat signifikan terhadap kebijakan dividen adalah variabel likuiditas yang diukur dengan menggunakan *current ratio*. Pada periode lima tahun ini industri makanan dan minuman sedang mengalami pertumbuhan. Ketika sebuah industri tumbuh, perusahaan di dalamnya akan memiliki potensi untuk tumbuh. Konsekuensinya, dengan meningkatnya penjualan, perusahaan akan memproduksi lebih banyak barang dan yang akan kemudian meningkatkan jumlah persediaan, yang berarti meningkatnya jumlah aset lancar. Di sisi lain perusahaan makanan dan minuman menjual produknya melalui toko grosir, ritel, dan pasar. Bila perusahaan meletakkan produknya melalui pasar modern, barang tersebut akan tetap tercatat sebagai persediaan walaupun sudah berada di tempat penjualan dan pihak ritel akan membayar kemudian atas barang yang telah laku.

Variabel independen ketiga yang memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen adalah variabel *leverage*, yang diwakili oleh rasio *debt to equity ratio*. Rasio ini menunjukkan tingkat utang perusahaan dibandingkan dengan modal sendiri yang ditanamkan perusahaan (Nurliawati, 2019). Semakin tinggi *debt to equity ratio* semakin tinggi jumlah utang perusahaan dibandingkan dengan ekuitasnya. Dengan semakin tingginya utang perusahaan, semakin tinggi arus kas yang disisihkan untuk membayar bunga utang dan cicilan dari pembayaran pokok utang. Karena itu, semakin tinggi *debt to equity ratio* semakin rendah dividen yang dapat dibagikan (Krisnawati & Miftah, 2019).

Variabel independen keempat adalah ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif pada persentase dividen yang dibagikan. Semakin besar ukuran perusahaan makanan dan minuman semakin besar persentase dividen yang dibagikan. Penjelasan yang mungkin atas hal ini adalah perusahaan besar kemungkinan juga sudah berada pada fase *cash cow* atau pada tahap mapan, perusahaan telah memiliki pertumbuhan yang stabil. Artinya,

perusahaan juga sudah memiliki kesempatan untuk tumbuh lebih sedikit sehingga kas yang diperlukan untuk mendanai pertumbuhan secara persentase juga lebih kecil. Pada akhirnya, ada lebih banyak kas yang tersedia untuk dibagikan ke pemegang saham (Arieska & Gunawan, 2020).

Ketika variabel moderasi, yaitu pertumbuhan penjualan digunakan untuk memoderasi variabel profitabilitas maka tidak terlihat kenaikan tingkat signifikansi. Namun, terjadi kenaikan tingkat penjelasan model yang terlihat dari kenaikan *R square* setelah adanya variabel moderasi. Salah satu penjelasan yang mungkin adalah karena *return on equity* yang menjadi indikator profitabilitas memiliki tingkat signifikansi yang tinggi. Jadi, meskipun variabel moderasi memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap pembagian dividen, hal ini tidak terlihat pada hasil tes (Sandria *et al.*, 2019).

Dari model ini dapat dilihat bahwa perusahaan makanan dan minuman secara umum telah memanfaatkan dampak kenaikan tingkat konsumsi masyarakat (Qudus, 2020). Bentuk pemanfaatan tersebut adalah dengan mengantisipasi kenaikan permintaan dari konsumen dengan memproduksi lebih banyak yang terlihat dari kenaikan aset lancarnya. Akibatnya, kenaikan penjualan tidak serta merta disertai dengan kenaikan dividen yang dibayarkan kepada investor. Hal ini karena untuk mengejar pertumbuhan, perusahaan perlu berinvestasi terutama pada persediaan sehingga alokasi arus kas untuk dividen dialihkan untuk mengejar kesempatan pertumbuhan ini. Pendekatan ini sesuai dengan teori *pecking order*. Di sini manajemen akan memilih untuk menggunakan dana yang dianggap paling murah, yaitu dana internal perusahaan terlebih dahulu dibandingkan dengan alternatif lain, seperti utang atau menerbitkan ekuitas (Wijaya *et al.*, 2020). Hal ini dikonfirmasi oleh hubungan signifikan negatif antara tingkat utang yang diwakili oleh *debt to equity ratio* dan tingkat pembagian dividen. Artinya, semakin tinggi *debt to equity ratio* semakin rendah dividen yang dibagikan. Ini disebabkan oleh semakin tingginya tingkat utang semakin besar pula bunga utang yang dibayarkan. Bunga utang ini dibayar dengan arus kas yang akan mengurangi arus kas yang tersedia untuk dividen (Zaenuddin, 2020).

Dari model juga dapat diketahui bahwa investor melihat peran *return on equity* perusahaan. Ketika perusahaan memiliki *return on equity* yang meningkat, tetapi tidak membagikan dividen, hal ini bukanlah sebuah sinyal yang baru. Perusahaan menggunakan arus kas untuk memberikan investor imbal balik bukan dalam bentuk dividen tunai, melainkan dalam bentuk kenaikan harga saham (Rifqi & Kasyim, 2020).

Dengan demikian, ketiga variabel independen dalam penelitian yang mewakili tingkat profitabilitas, likuiditas, dan *leverage* dapat menjelaskan kebijakan dividen pada industri makanan dan minuman. Penelitian ini menemukan bahwa hubungan antara ketiga variabel ini dan kebijakan dividen tidak seperti umumnya. Profitabilitas yang umumnya memiliki hubungan signifikan positif dengan kebijakan dividen dalam penelitian ini memiliki hubungan signifikan negatif. Begitu pula dengan indikator likuiditas yang umumnya memiliki hubungan signifikan positif dalam penelitian ini memiliki hubungan signifikan negatif. Namun, jika dilihat dari konteks industri yang sedang bertumbuh, hubungan ini menjadi hubungan yang sesuai. Pada industri yang sedang bertumbuh, perusahaan akan mengalokasikan arus kas yang berasal dari laba perusahaan untuk berinvestasi di modal kerja.

5. SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan suatu industri tidak serta merta terkait dengan tingkat dividen yang dibagikan oleh perusahaan pada industri tersebut. Hal ini terjadi karena perusahaan makanan dan minuman memilih untuk menggunakan arus kas yang ada dari kenaikan penjualan untuk diinvestasikan ulang ke dalam perusahaan untuk mengejar prospek pertumbuhan.

Konsekuensi dari temuan ini adalah terdapat tren kenaikan dari nilai saham perusahaan makanan dan minuman. Namun, untuk tipe investor yang menginginkan dividen tunai, untuk jangka pendek perusahaan makanan dan minuman tidak akan memberikan dividen setinggi periode sebelumnya.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebagian kecil dari seluruh populasi yang ada. Keterbatasan ini terjadi karena salah satu kriteria dalam pemilihan sampel adalah kontinuitas pembagian dividen. Terdapat banyak perusahaan yang tidak lulus filter dalam penelitian. Untuk penelitian selanjutnya dapat dibuat kriteria lain atau proksi lain untuk mendapatkan sudut pandang lain tentang kebijakan dividen perusahaan makanan dan minuman. Karena itu, hasil penelitian ini mempertimbangkan faktor-faktor khusus yang ada pada industri makanan dan minuman dan tidak dapat secara langsung digeneralisasikan pada industri lainnya

DAFTAR RUJUKAN

- Apriliyanti, V., Hermi, H., & Herawaty, V. (2019). Pengaruh Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan dan Kesempatan Investasi terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Magister Akuntansi Trisakti*, 6(2), 201-224.
- Arieska, M., & Gunawan, B. (2011). Pengaruh aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi dan dividen sebagai variabel moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13(1), 13-23.
- Badan Pusat Statistik. (2020, January 1). Badan Pusat Statistik. <https://www.bps.go.id/pressrelease/2020/01/15/1743/persentase-penduduk-miskin-september-2019-turun-menjadi-9-22-persen.html>.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of financial management*. Cengage Learning.
- Dewi, S., & Sista Paramita, R. A. (2019). Pengaruh Kebijakan Dividen, Volume Perdagangan, Earning Volatility, Leverage, dan Firm Size terhadap Volatilitas Harga Saham Perusahaan LQ45. *Jurnal Ilmu Manajemen (JIM)*, 7(3).
- Frank, M. Z., Goyal, V. K., & Shen, T. (2020). The Pecking Order Theory of Capital Structure: Where Do We Stand? Available at SSRN 3540610.
- Hairudin, H., Bakti, U., & Rachmadi, A. (2020). Implikasi Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening (Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2016). *Jurnal Manajemen Bisnis*, 17(2), 150-172.
- Hidayat, F. (2020). *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Return Saham Perusahaan Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)*

- Periode 2012-2018*. (Doctoral dissertation, Universitas Islam Negeri Sultan Syarif Kasim Riau).
- Huotari, A. (2020). *Dividend Changes as Predictors of Future Earnings*. (Postgraduate Thesis, University of Alto, Finland)
- Kementerian Perindustrian. (2017, November 24). Kemenperin: Industri Makanan dan Minuman Masih Jadi Andalan. Kementerian Perindustrian. <https://kemenperin.go.id/artikel/18465/Industri-Makanan-dan-Minuman-Masih-Jadi-Andalan>.
- Krisnawati, E., & Miftah, M. (2019). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur. *EQUITY*, 18(2), 181-192.
- Kurnia, D. (2019). Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Harga Saham terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi: Kajian Ilmiah Akuntansi*, 6(2), 182-186.
- Lisnawati, C., & Sebrina, N. (2019). Perilaku Manajemen Laba Berdasarkan Siklus Hidup Perusahaan. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 1(3), 1307-1321.
- Lutfi, A. M., & Sunardi, N. (2019). Pengaruh Current Ratio (Cr), Return On Equity (Roe), dan Sales Growth terhadap Harga Saham yang Berdampak pada Kinerja Keuangan Perusahaan (Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal SEKURITAS (Saham, Ekonomi, Keuangan dan Investasi)*, 2(3), 83-100.
- Mahmood, D. (2020). Earnings Quality and Other Comprehensive Income. Available at SSRN 3622110.
- Meidawati, N., Nurfauziya, A., & Chasanah, U. (2020). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen. *Nominal: Barometer Riset Akuntansi dan Manajemen*, 9(2), 132-149.
- Nurliawati, L. (2019). *Pengaruh Debt to Equity Ratio (DER) dan Earning Per Share (EPS) terhadap Return Saham pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2016* (Doctoral dissertation, UIN Sunan Gunung Djati Bandung).
- Pangestuti, D. C. (2019). Analisis Faktor–Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen. *Jurnal Mitra Manajemen*, 3(11), 1055-1072.
- Qudus, A. D. (2020). *Analisis Pengaruh Nilai Tukar, Suku Bunga, Inflasi dan Pertumbuhan PDB terhadap Indeks Harga Saham Sektor Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia (BEI)* (Doctoral dissertation, STIE Perbanas Surabaya).
- Ratnasari, P., & Purnawati, N. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Tingkat Pertumbuhan Perusahaan dan Leverage terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Manajemen*, 8(10), 6179-6198.

- Rifqi, M., & Kasyim, A. (2020). Determinan Profitabilitas terhadap Perusahaan Industri Makanan dan Minuman (Food and Beverages) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2017.
- Sahrani, A. R. (2019) Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Dividien Kas pada Perusahaan Sektor Barang dan Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Universitas Negeri Makassar.
- Salvatori, E. G., & Robiyanto, R. (2020). Kebijakan Dividen dan Siklus Hidup Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Bisnis dan Ekonomi Asia*, 14(2), 113-122.
- Sandria, A. I., Sudrajat, M. A., & Novitasari, M. (2019, September). Pengaruh ROE, Current Ratio Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Harga Saham. In Prosiding *SIMBA: Seminar Inovasi Manajemen, Bisnis, dan Akuntansi* (Vol. 1).
- Sanjaya, R. (2019). The Influence of Ratio Analysis to The Dividend Payout Ratio and Its Impact on The Value of The Company Listed on The Malaysia Stock Exchange. *Economic & Accounting Journal*, 2(2), 95-103.
- Wahyuni, S. F., & Arwana, I. (2020). Model Determinan Return on Asset dan Firm Value pada Perusahaan Food and Beverage yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Maneggio: Jurnal Ilmiah Magister Manajemen*, 3(2), 195-212.
- Wijaya, E., Asyik, N. F., & Fadrul, F. (2020). Capital Structure and Profitability of LQ45 Index in Indonesia: Pecking Order Theory Approach. *Journal Applied Business and Technology*, 1(2), 69-75.
- Zaenuddin, M. (2020). *Statistik Terapan untuk Ekonomi dan Bisnis (Teori Dan Praktik Komputer dengan Menggunakan SPSS & Excel)*. Deepublish.