

**ANALISIS PENGARUH PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, KEBIJAKAN
UTANG, *COLLATERALIZABLE ASSETS*, DAN UKURAN PERUSAHAAN
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2012– 2014**

Loh Wenny Setiawati*
Lusiana Yesisca†

ABSTRACT

Companies that issued shares to raise funds, must set aside some of the profits to be distributed as dividends. Dividend policy is a policy of how large distributions to the company's shareholders in proportion to the number of shares owned. Companies should establish a policy of dividend because the distribution of dividend will have an impact on corporate value as reflected in stock prices.

This study uses multiple linear regression analysis which were processed using SPSS version 22. This study aimed to examine the effect on firm growth, debt policy, collateralizable assets, and firm size to dividend policy of the company. The sample used in this study were 105 companies listed in Indonesia Stock Exchange from the period 2012-2014. Empirically, it was found that the firm growth and firm size were affected to the dividend policy of the company, while the debt policy and collateralizable assets were not affected to the dividend policy of the company.

Key Words : Dividend Policy, Firm Growth, Debt Policy, Collateralizable Assets, Firm Size.

1. PENDAHULUAN

Setiap perusahaan yang tetap ingin bertahan dalam dunia usaha harus mampu bersaing untuk menjadi lebih besar. Perusahaan dapat menjadi lebih besar dengan melakukan ekspansi. Namun, untuk itu dibutuhkan sumber pendanaan yang cukup besar untuk melakukan ekspansi. Sumber pendanaan perusahaan dibagi menjadi dua, yaitu pendanaan internal dan eksternal (Noor, 2009). Pendanaan internal dihasilkan sendiri dari oleh perusahaan, dan dapat berupa laba yang ditahan dan

* Unika Atma Jaya Jakarta

† Unika Atma Jaya Jakarta

depresiasi, sedangkan pendanaan eksternal berupa saham dan utang kepada pihak lain.

Saham merupakan surat bukti kepemilikan yang diterbitkan oleh perusahaan. Pemegang saham berhak atas bagian laba yang diperoleh perusahaan (Noor, 2009). Artinya, siapa pun yang membeli saham berarti ikut memiliki berapa persen bagian dari perusahaan yang menerbitkan saham. Dengan memiliki kepemilikan dalam suatu perusahaan, pihak bersangkutan (*investor*) akan mendapat *return* dari saham yang biasa diberikan dalam bentuk dividen atau *capital gain*. Pada umumnya, para investor lebih menyukai *return* dalam bentuk dividen dibandingkan *capital gain*. Bagi investor yang memiliki kecenderungan tidak menyukai risiko, mereka lebih mengharapkan tingkat pengembalian yang pasti, yaitu dividen tunai. Namun, menurut Ross, Wasterfield, Jordan (2015), pembayaran dividen pada investor, khususnya dividen tunai, akan mengurangi kas perusahaan dan laba ditahan. Untuk itu, perusahaan perlu menetapkan besarnya kebijakan dividen yang akan dibagikan.

Stice dan Stice (2013) mengartikan bahwa dividen sebagai pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan secara proporsional sesuai dengan jumlah saham yang dimilikinya. Dengan demikian, kebijakan dividen dapat diartikan kebijakan tentang berapa banyak bagian keuntungan yang dibagikan sebagai dividen. Putusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada pemegang saham, khususnya pada perusahaan yang *go public*, akan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham. Jika memiliki laba setiap tahunnya, perusahaan tersebut akan berpikir apakah dari laba yang diperolehnya tersebut akan diberikan semua atau sebagian atau seluruhnya ditahan untuk diinvestasikan kembali. Persoalan ini sebenarnya bukan persoalan biasa, karena akan berimplikasi pada naik turunnya harga saham perusahaan. Karena berkaitan dengan itulah diperlukan adanya pengaturan yang matang tentang bagaimana penentuan laba yang diperoleh dialokasikan pada dividen dan laba yang harus dibayar.

Dalam hal ini, kebijakan dividen melibatkan dua pihak yang saling berbeda kepentingan, yaitu pihak investor dan pihak manajemen perusahaan atau

biasa disebut *agency theory*. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa *agency theory* merupakan teori mengenai suatu kontrak yang satu atau lebih orang (prinsipal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen membuat putusan yang terbaik bagi prinsipal. Para investor pasti menginginkan pembagian dividen yang besar karena dividen merupakan arus kas masuk bagi investor dan juga merupakan sinyal bagi investor mengenai kemampuan perusahaan dan prospek pada masa yang akan datang. Adapun pihak manajemen akan berusaha untuk membagikan dividen seminimal mungkin karena pembagian dividen membuat semakin kecil dana yang ada dalam pengendaliannya.

Manajemen lebih suka menginvestasikan sebagai laba ditahan kecuali manajemen mengetahui bahwa dana tersebut tidak memberikan *net present value* (NPV) yang positif pada tambahan investasi (Kaen, 2003). Namun, pihak manajemen umumnya tetap mempertahankan kebijakan pembayaran dividen, sekurang-kurangnya pembagian dividen saham (*stock dividend*) untuk menjaga kestabilan harga saham. Kebijakan stabilitas dividen tentu memiliki daya tarik tersendiri yang dapat menjaga harga pasar saham pada kondisi terbaik. Pertimbangan pada kondisi terbaik ini disebutkan pihak manajemen sebagai upaya peningkatan kesejahteraan pemegang saham (Suharli, 2007).

Dalam menentukan kebijakan dividen, perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup suatu perusahaan sehingga laba tidak hanya digunakan untuk membagi dividen, tetapi juga disisihkan untuk berinvestasi atau membayar utang. Perusahaan yang tetap ingin hidup dalam dunia bisnis tidak akan berdiam diri, tetapi justru akan memanfaatkan dana yang ada untuk berinvestasi agar perusahaan terus bertumbuh. Namun, semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan (Weston dan Brigham, 1996, p.97). Semakin besar laba ditahan untuk kebutuhan pendanaan, semakin memungkinkan perusahaan tidak membagikan dividen. Oleh karena itu, variabel *growth* menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*, artinya

semakin tinggi tingkat pertumbuhan aset perusahaan, semakin rendah kemungkinan perusahaan membagikan dividen, karena dana yang digunakan untuk membayar dividen dialihkan pada penambahan aset perusahaan (Raissa, 2012). Dalam penelitian lain, Latiefasari (2011) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Pertumbuhan perusahaan memanfaatkan dana berupa dana internal dan eksternal. Dana internal mencakup cadangan laba, sedangkan dana eksternal dapat berupa penerbitan saham atau utang.

Utang yang merupakan dana eksternal perusahaan digunakan untuk membiayai kegiatan perusahaan saat perusahaan kekurangan dana. Dalam kondisi seperti ini kebijakan utang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Laba yang dihasilkan perusahaan akan ditahan dan digunakan untuk membayar utang perusahaan. Menurut Jensen, Solberg, Zorn (1992), apabila memiliki tingkat utang yang tinggi, perusahaan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi utangnya. Pengurangan utang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasinya. Namun, apabila perusahaan memiliki *collateralizable assets* yang tinggi, pemegang saham tetap mendapatkan dividen dari perusahaan.

Collateral merupakan istilah umum yang sering berarti surat berharga yang dijadikan jaminan untuk pembayaran utang. Istilah *collateral* juga digunakan untuk aset yang dijamin untuk utang (Ross et al., 2013, p.179), sehingga juga disebut *collateralizable assets*. Mollah (2011) dalam penelitiannya berargumen bahwa perusahaan dengan *collateralizable assets* yang tinggi memiliki *agency problem* yang kecil antara manajemen dan pihak kreditor, karena dengan *collateralizable assets* yang tinggi, kreditor lebih terjamin dan tidak perlu pembatasan yang lebih ketat terhadap kebijakan dividen perusahaan sehingga perusahaan bisa membayarkan dividen lebih besar kepada pemegang saham. Semakin tinggi *collateralizable assets*, secara tidak langsung menunjukkan ukuran perusahaan .

Ukuran suatu perusahaan memainkan peran dalam menjelaskan rasio pembayaran dividen suatu perusahaan (Hatta, 2002). Ukuran perusahaan dapat dilihat dari jumlah aset perusahaan. Apabila perusahaan memiliki banyak aset, laba yang dihasilkan akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan dana eksternal, seperti membagi dividen atau membayar utang kepada kreditur. Perusahaan yang mapan cenderung untuk memberi tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil (Weston & Brigham, 1996, p.98). Teori ini didukung oleh penelitian Handayani dan Hadinugroho (2009) yang menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung membagikan dividen yang lebih besar daripada perusahaan kecil, karena perusahaan yang memiliki aset besar lebih mudah memasuki pasar modal. Di lain pihak, Mahesti dan Purbandari (2013) menyatakan bahwa variabel *size of firm* tidak berpengaruh langsung negatif pada *dividend payout ratio*. Hal ini sama dengan hasil penelitian Damayanti dan Achyani (2006) yang menyebutkan bahwa variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan pada *dividend payout ratio*.

Berdasarkan latar belakang di atas, masalah penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut.

1. Apakah pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen?
2. Apakah kebijakan utang memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen?
3. Apakah *collateralizable assets* memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen?
4. Apakah ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen?

Batasan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Data laporan keuangan yang digunakan adalah laporan keuangan yang telah diaudit pada periode 2012-2014.
3. Perusahaan menyajikan laporan keuangan tahunan yang dinyatakan dalam satuan mata uang rupiah.

4. Penelitian ini menggunakan faktor internal, yaitu pertumbuhan perusahaan, kebijakan utang, *collateralizable assets*, dan ukuran perusahaan.

2. TINJAUAN LITERATUR

2.1 Kebijakan Dividen

Dividen

Setiap investor yang menanamkan saham tentu mengharapkan *return* dari perusahaan dalam bentuk dividen. Stice dan Stice(2013, p.13-34) mengartikan dividen sebagai pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang oleh pemilik masing-masing. Dividen dapat berupa baik uang tunai, aset lainnya, maupun saham. Kebanyakan dividen tersebut berasal dari *retained earnings* yang melibatkan penurunan *retained earnings*.

Menurut Laopodis (2013, p.300), dividen adalah pembayaran tunai yang dibayarkan oleh perseroan kepada pemegang saham. Di Amerika Serikat, dividen diizinkan dan biasanya dibagikan pada triwulanan berdasarkan kebijaksanaan dewan direksi perusahaan. Dividen itu merepresentasikan pemegang saham terhadap penerimaan pengembalian langsung atau tidak langsung atas investasi mereka di perusahaan.

Manajemen harus menentukan berapa besar laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen. Umumnya, manajemen menentukan dividen hingga suatu tingkatan bahwa mereka yakin dapat mempertahankannya pada masa mendatang. Artinya, jika terjadi kondisi terburuk sekalipun, perusahaan masih dapat mempertahankan pembayaran dividennya (Hery, 2013, p.12).

Menurut Stice dan Stice(2013, p.13-39), pembagian tipe-tipe dividen dapat diklasifikasikan menjadi empat.

1. Dividen Tunai

Distribusi sebagian keuntungan perusahaan dalam bentuk uang kas kepada pemegang saham, yang disebut dividen tunai (*cash dividends*).

2. Dividen Properti

Distribusi kepada pemegang saham yang terutang dalam bentuk aset selain kas, yang disebut dividen properti (*property dividends*).

3. Dividen Saham

Perusahaan dapat membagikan saham tambahan dari perusahaan itu sendiri kepada para pemegang saham sebagai dividen saham (*stock dividends*).

4. Dividen Likuiditas

Dividen likuiditas (*liquidating dividends*) adalah suatu pembagian yang mencerminkan pengembalian kepada para pemegang saham atas sebagian dari modal disetor.

Dari berbagai jenis dividen yang ada, dividen tunai adalah dividen yang paling umum dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Hal ini karena dividen tunai membantu mengurangi ketidakpastian dalam aktivitas investasi pemegang saham. Pembayaran dividen kepada pemegang saham perusahaan diputuskan oleh dewan direksi perusahaan.

Besar kecilnya dividen yang diperoleh para pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan masing-masing. Riyanto (2011, p.265) mendefinisikan kebijakan dividen sebagai politik yang bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earnings*) penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan di dalam perusahaan (laba ditahan). Biasanya kebijakan dividen yang baik dianggap sinyal positif bagi kesejahteraan sebuah perusahaan karena pembagian dividen yang tinggi dan berkala sesuai dengan prosedur pembayaran akan membawa pengaruh terhadap minat investor untuk menanamkan investasinya di perusahaan tersebut.

Pemegang saham hanya tertarik pada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka di dalam perusahaan. Para manajer secara moral bertanggung jawab untuk mengoptimalkan kepentingan para pemilik, tetapi di sisi lain manajer juga mempunyai kepentingan memaksimalkan kesejahteraan mereka. Perbedaan kepentingan ini menyebabkan masalah *agency* dalam perusahaan (Hery, 2013, p.42). Hal ini dijelaskan lebih lanjut dalam teori agensi yang dicetuskan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan hubungan keagenan adalah suatu

kontrak, artinya satu atau beberapa orang (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk melaksanakan sejumlah jasa dan mendelegasikan wewenang dalam mengambil putusan kepada agen tersebut. Namun, ada kemungkinan manajer sebagai *agent* tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik *principal* (pemegang saham). Pada kerangka kerja manajemen keuangan, hubungan keagenan terdapat di antara pemegang saham dan manajer, pemegang saham dengan kreditur atau hubungan ketiganya.

Menurut Hery (2013, p.16-21), terdapat beberapa teori yang relevan dalam kebijakan dividen.

1. *Dividend Irrelevance Theory*

Nilai perusahaan atau harga saham ditentukan dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, bukan terpengaruh pada besar atau kecilnya pembagian dividen. Pernyataan tersebut memperkenalkan apa yang disebut *Dividend Irrelevance Proposition*, yaitu kebijakan dividen tidak akan memberikan pengaruh apa pun pada harga pasar saham perusahaan tersebut. Yang menjadi asumsi dalam teori ini adalah sebagai berikut.

- a. Sifat pasar modal merupakan pasar sempurna. Seluruh informasi yang terdapat dalam pasar modal, baik bagi para penjual maupun pembeli sekuritas, memiliki kadar informasi yang sama. Harga saham juga termasuk dalam informasi mengenai nilai perusahaan tersebut. Selain itu, pembeli yang sekalipun membeli sekuritas dalam jumlah yang besar tidak akan memiliki pengaruh terhadap harga pasar saham tersebut.
- b. Para investor pada dasarnya menginginkan peningkatan kemakmuran. Semua bersifat rasional dengan tidak memikirkan apakah peningkatan kemakmuran tersebut karena kenaikan harga pasar saham atau karena dalam pembayaran tunai.
- c. Ketika sekuritas dibeli, dijual, diterbitkan, tidak ada biaya pajak atau transaksi lainnya. Jika dikenakan pajak, dividen menjadi relevan karena dividen tersebut akan diberikan pajak yang tinggi dan investor kemudian akan menyukai perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang rendah.

- d. Setiap investor memiliki jaminan kepastian yang sempurna, yaitu jaminan keuntungan yang pasti diraih pada masa mendatang. Kebijakan investasi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen.

2. *The Bird in the Hand Theory*

Mendapatkan dividen (*a bird in the hand*) lebih baik daripada saldo laba (*a bird in the bush*) karena pada akhirnya saldo laba tersebut mungkin tidak akan pernah terwujud sebagai dividen masa depan, *it can fly away*. Teori ini muncul sebagai tanggapan atas *dividend irrelevance theory*.

Investor lebih menyukai dividen karena dividen merupakan sesuatu yang pasti untuk didapatkan saat ini. Ini berbeda dengan *capital gains* yang mengandung ketidakpastian mengenai saat naiknya harga pasar saham pada masa yang akan datang. Teori ini berpendapat bahwa meningkatnya dividen akan meningkatkan harga saham, yang selanjutnya akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Pembayaran dividen sekarang akan mengurangi ketidakpastian investor dalam mendapatkan dividennya sehingga investor akan menempatkan nilai saham perusahaan di tempat yang tinggi.

3. *Tax Preference Theory*

Teori ini merupakan penolakan *the bird in the hand theory*. Teori ini menyatakan bahwa investor lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah. Hal ini berkaitan dengan pajak karena dividen menimbulkan kewajiban pajak yang harus dibayarkan oleh pemegang saham. Selain itu, besarnya tarif pajak jauh lebih tinggi untuk dividen daripada untuk *capital gains*. Jadi, investor akan lebih menyukai perusahaan yang menahan labanya untuk menghindari pajak yang lebih tinggi.

4. *The Residual Theory of Dividends*

Teori ini mengatakan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan seharusnya dipandang sebagai nilai residu, yaitu merupakan hasil pengurangan antara laba bersih dan *retained earnings* yang digunakan untuk kebutuhan investasi perusahaan. Perusahaan baru akan membayarkan dividen apabila keuntungan perusahaan tidak digunakan dalam pembayaran investasi.

5. *Signalling Hypothesis Theory*

Dalam hipotesis pensinyalan, dividen digunakan sebagai alat prediksi kondisi perusahaan pada masa yang akan datang. Dividen perusahaan dapat dijadikan tanda sehingga dapat mengubah ekspektasi perusahaan atas keuntungan pada masa yang akan datang dan selanjutnya juga akan membuat penyesuaian terhadap harga saham. Ketika terjadi kenaikan dividen, akan menjadi tanda yang diyakini bahwa akan diperoleh penghasilan yang baik pada masa mendatang.

6. *Clientele Effect Theory*

Teori ini menyatakan bahwa pemegang saham sendiri memiliki kepentingan yang berbeda antarkelompok (*clientele*). Ada kelompok pemegang saham yang menginginkan dividen saat ini untuk penghasilannya, tetapi ada juga kelompok yang tidak membutuhkan dividen saat ini dan lebih menyukai perusahaan yang menahan labanya karena mereka berasumsi bahwa pembagian dividen yang besar akan berimplikasi pada pembayaran pajak yang besar juga.

Setiap perusahaan perlu memutuskan apakah akan membayarkan dividennya atau menahan laba yang digunakan untuk keperluan perusahaan. Dalam hal ini, menurut Sundjaja, Barlian, dan Sundjaja (2007, p.370) terdapat beberapa faktor yang memengaruhi kebijakan dividen.

1. Peraturan Hukum

- a. Peraturan mengenai dividen harus dibayar dari laba tahun berjalan ataupun laba tahun lalu yang ada dalam *retained earnings*.
- b. Peraturan mengenai tidak mampu membayar. Perusahaan boleh tidak membayarkan dividen karena dalam kondisi bangkrut.
- c. Peraturan mengenai tindakan yang merugikan modal dengan melarang pembayaran dividen yang berasal dari modal.

2. Posisi Likuiditas

Laba ditahan biasanya diinvestasikan dalam aktiva yang dibutuhkan untuk menjalankan usaha. Laba ditahan dari tahun-tahun lalu sudah diinvestasikan pada aktiva dan tidak disimpan dalam bentuk kas. Jadi, meskipun mempunyai

catatan laba, perusahaan mungkin tidak dapat membayar dividen kas karena posisi likuiditasnya.

3. Kebutuhan untuk Melunaskan Utang

Perusahaan menghadapi dua pilihan saat memiliki utang: perusahaan dapat membayar utang itu pada saat jatuh tempo dan menggantikannya dengan jenis surat berharga lain atau perusahaan dapat memutuskan untuk melunaskan utang tersebut.

4. Larangan dalam Perjanjian Utang

Dalam larangan perjanjian utang mengenai pembayaran dividen untuk melindungi kedudukan pemberi pinjaman, biasanya dinyatakan bahwa

- a. dividen pada masa yang akan datang hanya dapat dibayar dari laba yang diperoleh sesudah penandatanganan perjanjian utang (jadi, dividen tidak dapat dibayar dari laba ditahan tahun-tahun lalu);
- b. dividen tidak dapat dibayarkan apabila modal kerja bersih (aktiva lancar dikurangi kewajiban lancar) berada di bawah suatu jumlah yang telah ditentukan. Dividen atas saham biasa juga tidak boleh dibayarkan sebelum semua dividen atas saham preferen selesai dibayar.

5. Tingkat Ekspansi Aktiva

Semakin cepat suatu perusahaan berkembang, semakin besar kebutuhannya untuk membiayai ekspansi aktiva. Jika kebutuhan dana pada masa depan semakin besar, perusahaan akan cenderung untuk menahan laba daripada membayarkannya.

6. Tingkat Laba

Tingkat hasil pengembalian atas aktiva yang diharapkan akan menentukan pilihan relatif untuk membayar laba tersebut dalam bentuk dividen pada pemegang saham (yang akan menggunakan dana itu di tempat lain) atau menggunakannya di perusahaan tersebut.

7. Stabilitas Laba

Suatu perusahaan yang mempunyai laba stabil sering kali dapat memperkirakan berapa besar laba pada masa yang akan datang. Adapun perusahaan yang tidak stabil tidak yakin apakah laba yang diharapkan pada

tahun-tahun yang akan datang tercapai, sehingga perusahaan cenderung untuk menahan sebagian besar laba saat ini. Dividen lebih rendah akan lebih mudah untuk dibayar apabila laba menurun pada masa mendatang.

8. Peluang ke Pasar Modal

Perusahaan yang sudah mapan cenderung untuk memberi tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil atau baru.

9. Pengendalian

Menghimpun dana melalui penjualan tambahan saham biasa akan mengurangi kekuasaan dari kelompok dominan dalam perusahaan itu. Pada saat yang sama, mengambil utang akan memperbesar risiko naik turunnya laba yang dihadapi pemilik perusahaan saat ini. Pentingnya pembiayaan internal dalam usaha untuk mempertahankan kendali akan memperkecil pembayaran dividen.

10. Keputusan Kebijakan Dividen

Dividen baru akan dinaikkan jika sudah jelas bahwa meningkatnya keuntungan itu benar-benar mantap dan tampak cukup permanen. Sekali dividen sudah naik, segala daya dan upaya akan dikerahkan supaya tingkat dividen yang baru itu dapat terus dipertahankan. Jika keuntungannya kemudian menurun, tingkat dividen baru untuk sementara akan tetap dipertahankan sampai betul-betul menjadi jelas bahwa keuntungannya memang tak mungkin pulih kembali.

2.2 Pertumbuhan Perusahaan

Ross et al. (2015, p.68) mengatakan bahwa kebutuhan pendanaan eksternal dan pertumbuhan sudah pasti akan saling berhubungan. Jika hal-hal yang lain dianggap tetap sama, semakin tinggi tingkat pertumbuhan penjualan atau aset, semakin besar kebutuhan akan pendanaan eksternal. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi akan memiliki kecenderungan membayar dividen yang rendah karena tertarik untuk membiayai investasi dengan dana internalnya. Akan tetapi, apabila perusahaan telah mencapai tahap *well established*, perusahaan tersebut akan membayar dividen yang tinggi.

Ross et al. (2015, p.68) menyebutkan bahwa ada dua tingkat pertumbuhan yang bermanfaat dalam perencanaan jangka panjang.

1. Tingkat pertumbuhan internal (*internal growth rate*)

Tingkat pertumbuhan ini adalah tingkat pertumbuhan maksimal yang dapat dicapai tanpa satu pun pendanaan eksternal. Disebut tingkat pertumbuhan internal karena merupakan tingkat yang dipertahankan perusahaan hanya dengan mengandalkan pendanaan internal.

2. Tingkat pertumbuhan yang dapat dipertahankan (*sustainable growth rate*)

Tingkat pertumbuhan ini adalah tingkat pertumbuhan maksimal yang dapat dicapai oleh sebuah perusahaan tanpa pendanaan ekuitas eksternal sambil tetap mempertahankan rasio utang-ekuitas yang konstan.

Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, semakin besar kebutuhan akan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut. Dengan besarnya kebutuhan akan dana untuk waktu mendatang, perusahaan biasanya lebih senang untuk menahan labanya daripada membagikannya sebagai dividen kepada para pemegang saham mengingat batasan biayanya (Riyanto, 2011, p.268).

H₁: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh pada kebijakan dividen.

2.3 Kebijakan Utang

Utang menurut Djarwanto (2010, p.34) merupakan kewajiban perusahaan kepada pihak lain untuk membayar sejumlah uang atau menyerahkan barang atau jasa pada tanggal tertentu. Utang juga merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Pengambilan putusan akan penggunaan utang ini harus mempertimbangkan besar biaya tetap yang muncul dari utang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa.

Secara umum utang dapat dikaitkan dengan kegiatan operasional atau kegiatan pendanaan. Kegiatan operasional yang menyebabkan timbulnya utang,

misalnya pinjaman kepada *supplier* (pemasok). Utang yang berkaitan dengan pendanaan, misalnya pinjaman bank. Menurut Djarwanto (2010, p.34), klasifikasi utang atau kewajiban perusahaan dibagi menjadi dua.

1. Liabilitas Jangka Pendek (*Current Liabilities*)

Utang lancar atau kewajiban lancar adalah utang yang akan jatuh tempo dalam waktu satu tahun. Pengertian satu tahun di sini adalah dari tanggal neraca. Yang termasuk ke dalam pos utang lancar, antara lain utang usaha (*account payable*), biaya masih harus dibayar (*accrued expense, accrued liability*), pendapatan diterima di muka (*unearned revenue*), utang pajak (*tax payable*), utang cerukan (*overdraft*), utang bank (*bank loan*), utang jangka panjang jatuh tempo kurang dari satu tahun (*current portion of long term debt*).

2. Liabilitas Jangka Panjang (*Long Term Liabilities*)

Pos utang jangka panjang adalah pos yang berisi utang yang akan jatuh tempo dalam waktu lebih dari satu tahun. Beberapa contoh utang jangka panjang adalah utang obligasi (*bonds payable*), utang sewa (*lease obligation*), utang bank (*bank loan*), dan utang lain-lain.

Permasalahan yang berhubungan dengan utang, seperti yang dijelaskan Jensen & Meckling (1976), adalah permasalahan biaya agensi atas utang yang disebabkan oleh adanya kegiatan peminjaman dana oleh perusahaan dari pihak kreditur. Kegiatan ini kemudian menimbulkan permasalahan yang melibatkan pihak *shareholder* sebagai pemilik, pihak manajemen sebagai pengelola, dan pihak kreditur sebagai pemberi pinjaman.

Sebelum perusahaan memutuskan untuk menambah saldo pinjaman atau menjual tambahan obligasi baru guna membiayai perluasan usaha, perusahaan harus terlebih dahulu merencanakan secara matang bagaimana cara membayar kembali utang-utang tersebut. Apabila perusahaan memutuskan bahwa pelunasan utang berasal dari sebagian laba perusahaan, berarti perusahaan harus menahan sebagian dari laba yang ada untuk membayar utang dan memperkecil pembayaran dividen tunai kepada para pemegang saham (Hery, 2013, p.37).

H₂: Kebijakan utang berpengaruh pada kebijakan dividen.

2.4 *Collateralizable Assets*

Collateral merupakan istilah umum yang sering berarti surat berharga yang dijadikan jaminan untuk pembayaran utang. Istilah *collateral* juga digunakan untuk aset tetap yang dijamin untuk utang (Ross et al.,2015, p.179), sehingga juga disebut *collateralizable assets*, yaitu besarnya aktiva yang dijamin oleh kreditur untuk menjamin pinjaman perusahaan.Sesuai dengan PSAK No. 16 (2014), aktiva tetap dapat berupa tanah, bangunan, mesin, dan kendaraan yang digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan dan memiliki masa manfaat lebih dari satu tahun.

Riyanto (2011, p.217) mengungkapkan bahwa *collateral* menunjukkan besar aktiva yang akan diikat sebagai jaminan atas kredit yang diberikan oleh bank. Dalam hubungan ini bank dapat minta agar aktiva yang dijadikan jaminan itu diasuransikan.Pada prinsipnya, jaminan tersebut dibedakan antara jaminan pokok dan jaminan tambahan. Jaminan pokok adalah seluruh barang yang dibelanjai dengan kredit bank tersebut. Dengan kata lain, jaminan pokok adalah barang-barang yang menjadi objek kredit. Adapun jaminan tambahan adalah barang-barang yang dijadikan jaminan, tetapi yang tidak dibelanjai dengan kredit bank. Dengan demikian, barang-barang tersebut bukan merupakan objek kredit. Jaminan tambahan dapat berupa tanah dan bangunan, inventaris perusahaan, perhiasan (emas, intan, berlian) dan sebagainya.

Di samping jaminan kredit, pemegang obligasi dapat menempatkan syarat-syarat tambahan untuk pengamanan kreditnya, antara lain berupa

- a. asuransi dari milik-milik perusahaan/proyek,
- b. pernyataan bahwa si peminjam tidak akan menjaminkan barang-barang lainnya untuk mendapatkan pinjaman lagi dari sumber lain,
- c. pembatasan jumlah pinjaman dari sumber lain,
- d. penetapan agar perusahaan senantiasa memelihara '*net working capital*' yang cukup,

- e. persyaratan-persyaratan dalam penunjukan pimpinan perusahaan, penambahan barang modal, dan pembagian keuntungan.

H₃: *Collateralizable assets* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

2.5 Ukuran Perusahaan

Definisi ukuran perusahaan adalah besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai ekuitas, nilai penjualan, atau nilai aktiva. Semakin besar total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar, semakin besar pula ukuran perusahaan itu. Semakin besar aktiva, semakin banyak modal yang ditanam, semakin banyak penjualan, semakin banyak perputaran uang, dan semakin besar kapitalisasi pasar, semakin besar pula dikenal oleh masyarakat (Sudarmadji & Sularto, 2007).

Untuk melakukan pengukuran terhadap ukuran perusahaan, Prasetyantoko (2008, p.257) mengemukakan bahwa aset total dapat menggambarkan ukuran perusahaan: semakin besar aset biasanya perusahaan tersebut semakin besar. Hatta (2002) mengungkapkan besar perusahaan memainkan peranan dalam menjelaskan rasio pembayaran dividen perusahaan. Mereka menemukan bahwa perusahaan yang besar cenderung lebih *mature* dan mempunyai akses yang lebih mudah dalam pasar modal. Hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal, sehingga perusahaan akan memberikan rasio pembayaran dividen yang tinggi. Secara umum, *size* diproksi dengan *total asset*. Karena nilai total aset biasanya bernilai sangat besar dibandingkan dengan variabel keuangan lainnya, variabel aset diperhalus menjadi *log asset* atau *in asset* (Asnawi & Wijaya, 2005, p.274).

Perusahaan yang sudah mapan cenderung untuk memberi tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil atau baru (Weston & Brigham, 1996, p.118). Hal ini terjadi karena kemudahan untuk berhubungan dengan pasar modal berarti fleksibilitas lebih besar dalam kemampuan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek. Perusahaan yang lebih besar dapat mengusahakan pembayaran dividen yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang kecil (Budi, 2009).

H₄: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Putusan kebijakan dividen adalah putusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Brigham & Houston, 2015, p.507). Kebijakan dividen diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio*. Pemilihan *Dividend Payout Ratio* sebagai alat ukur disebabkan *Dividend Payout Ratio* menggambarkan jumlah laba dari setiap lembar saham yang dialokasikan ke dalam bentuk dividen. Rasio ini dihitung dengan membagi *cash dividend* dengan *net income* (Ross, et al.,2015, p.68).

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Cash dividend}}{\text{NetIncome}}$$

Keterangan :

Cash Dividend : Dividen kas

Net Income : Laba bersih perusahaan

3.2 Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan adalah kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukuran perusahaan. Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, semakin besar kebutuhan akan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut (Riyanto, 2011, p.268). Tingkat pertumbuhan adalah perubahan (peningkatan atau penurunan) total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan (Brigham & Houston, 2015, p.372). Menurut Latiefasari (2011), pertumbuhan perusahaan dihitung dengan menggunakan Δ Total Aset, yaitu persentase perubahan total aset.

$$\text{Firm Growth} = \frac{\text{Total assets}_t - \text{Total assets}_{t-1}}{\text{Total assets}_{t-1}}$$

Keterangan :

$Total Assets_t$: Total aset perusahaan tahun bersangkutan

$Total Assets_{t-1}$: Total aset perusahaan tahun sebelumnya

2. Kebijakan Utang

Menurut Riyanto (2011), kebijakan utang perusahaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan (dana) dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Kebijakan utang diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio*, yaitu rasio total utang terhadap total ekuitas yang mencerminkan sejauh mana perusahaan menggunakan utang dibandingkan dengan modal sendiri. Kebijakan utang dapat dihitung dengan rumus (Ross et al., 2015, p.57):

$$Debt\ to\ Equity\ ratio = \frac{Total\ debt}{Total\ equity}$$

Keterangan :

$Total Debt$: Total utang perusahaan

$Total Equity$: Total ekuitas perusahaan

3. *Collateralizable Assets*

Collateralizable assets (COLLAS) adalah rasio aset tetap terhadap aset total yang dianggap proksi aset-aset kolateral (jaminan) untuk biaya agensi yang terjadi karena konflik antara pemegang saham dan kreditur (Pujiastuti, 2008). Semakin tinggi *collateralizable assets* akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur (Fauz & Rosidi, 2007).

$$Collateralizable\ assets = \frac{Total\ fixed\ assets}{Total\ assets}$$

Keterangan :

$Total Fixed Assets$: Total aset tetap perusahaan

$Total Assets$: Total aset perusahaan

4. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah besarnya perusahaan tersebut. Terdapat banyak cara untuk mendefinisikan besar perusahaan, yaitu menggunakan berbagai kriteria, seperti jumlah karyawan, volume penjualan, dan nilai aktiva (Longenecker, 2013, p.5).

Pada penelitian ini, ukuran perusahaan dihitung dengan menggunakan Total Aset. Untuk menghitung nilai total aset, biasanya total aset bernilai sangat besar dibandingkan dengan variabel keuangan lainnya. Untuk itu variabel aset diperhalus menjadi *log asset* atau *ln asset* (Asnawi & Wijaya, 2005, p.274).

$$Firm\ Size = Ln (Total\ Assets)$$

Keterangan :

$Ln (Total\ Assets)$: Log natural total aset tahun bersangkutan

3.3 Metode Pengumpulan Data

Data penelitian yang digunakan berupa data sekunder, yaitu laporan keuangan dan catatan atas laporan keuangan perusahaan manufaktur yang telah terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2012–2014. Pengumpulan data tersebut dilakukan dengan cara mengunduh dari *website www.idx.co.id*. Untuk nama-nama perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, diperoleh dari *www.sahamok.com*.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan metode *purposive sampling method*. Metode ini dilakukan dengan menentukan kriteria-kriteria yang menjadi syarat dalam pengambilan sampel. Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun bersangkutan sebanyak 415 perusahaan, yang terdiri atas 135 untuk tahun 2012, 138 untuk tahun 2013, dan 142 untuk tahun 2014. Dari kriteria yang telah ditetapkan, diperoleh 43 perusahaan, berturut-turut dari tahun 2012 sampai dengan 2014, yang dijumlahkan menjadi 129 perusahaan sebagai sampel penelitian.

Sebagai syarat dalam melakukan penelitian berdasarkan banyaknya perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia, maka populasi

perusahaan tersebut disaring menjadi sejumlah sampel yang sesuai dengan kriteria sebagai berikut.

1. Perusahaan manufaktur tersebut sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012–2014.
2. Perusahaan manufaktur tersebut membayar dividen berturut-turut selama tahun 2012, 2013, dan 2014.
3. Perusahaan melaporkan dengan lengkap laporan keuangan tahunan yang telah diaudit pada periode 2012–2014.
4. Perusahaan menyajikan laporan keuangan tahunan yang dinyatakan dalam satuan mata uang rupiah.
5. Perusahaan memiliki data-data yang keuangan yang lengkap dan sesuai dengan variabel yang diteliti.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil

Uji t dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen (pertumbuhan perusahaan, kebijakan utang, *collateralizable assets*, dan ukuran perusahaan) secara individual memengaruhi variabel dependen (kebijakan dividen). Untuk mengetahui pengaruh secara parsial tersebut, dapat dilihat dari besarnya nilai t dan probabilitas signifikansi pada tabel di bawah ini.

Tabel Hasil Uji t

Variabel	Koefisien	t	Sig value
(Constant)	-.735	-2.327	.022
GROWTH	-.330	-2.204	.030
DER	-.058	-1.614	.110
COL	-.035	-.304	.762
SIZE	.042	3.793	.000

Sumber: hasil olahan peneliti

Dengan tingkat signifikan 5% (0,05), hipotesis dalam pengujian ini adalah sebagai berikut.

1. **Pertumbuhan Perusahaan**

$H_0: \beta_1 = 0$ artinya pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh pada kebijakan dividen.

$H_a: \beta_1 \neq 0$ artinya pertumbuhan perusahaan berpengaruh pada kebijakan dividen.

Pada Tabel 1 dapat dilihat *p-value* untuk pertumbuhan perusahaan adalah 0.030. Karena *p-value* ini lebih kecil dari α (0.05), H_0 ditolak dan H_a diterima. Jadi, pertumbuhan perusahaan **berpengaruh** pada *dividend payout ratio*.

2. **Kebijakan Utang**

$H_0: \beta_2 = 0$ artinya kebijakan utang tidak berpengaruh pada kebijakan dividen.

$H_a: \beta_2 \neq 0$ artinya kebijakan utang berpengaruh pada kebijakan dividen.

Pada Tabel 1 dapat dilihat *p-value* untuk DER adalah 0,110. Karena *p-value* ini lebih besar dari α (0.05), H_0 diterima dan H_a ditolak. Jadi, kebijakan utang (*DER*) **tidak berpengaruh** pada *dividend payout ratio*.

3. **Collateralizable Assets**

$H_0: \beta_3 = 0$ artinya *collateralizable assets* tidak berpengaruh pada kebijakan dividen.

$H_a: \beta_3 \neq 0$ artinya *collateralizable assets* berpengaruh pada kebijakan dividen.

Pada tabel di atas dapat dilihat *p-value* untuk COL adalah 0,762. Karena *p-value* ini lebih besar dari α (0.05), H_0 diterima dan H_a ditolak. Jadi, *Collateralizable Assets (COL)* **tidak berpengaruh** pada *dividend payout ratio*.

4. **Ukuran Perusahaan**

$H_0: \beta_4 = 0$ artinya ukuran perusahaan tidak berpengaruh pada kebijakan dividen.

$H_a: \beta_4 \neq 0$ artinya ukuran perusahaan berpengaruh pada kebijakan dividen.

Pada tabel di atas dapat dilihat *p-value* untuk ukuran perusahaan adalah 0,000. Karena *p-value* ini lebih kecil dari α (0.05), H_0 ditolak dan H_a diterima. Jadi, ukuran perusahaan **berpengaruh** pada *dividend payout ratio*.

Berdasarkan tabel di atas, diperoleh persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$Y = -0,735 - 0,330X_1 - 0,058X_2 - 0,035X_3 + 0,042X_4$$

Keterangan :

Y	= Kebijakan dividen (DPR)
α	= Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$	= Koefisien regresi
X_1	= Pertumbuhan Perusahaan (<i>Growth</i>)
X_2	= Kebijakan Utang (DER)
X_3	= <i>Collateralizable Assets</i> (COL)
X_4	= Ukuran Perusahaan (<i>Size</i>)

4.2 Pembahasan

4.2.1 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen

Dari pengujian hipotesis, diperoleh hasil yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh pada *dividend payout ratio*. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi pasti membutuhkan dana yang cukup besar untuk membiayai ekspansi perusahaannya, antara lain untuk membeli aset (mesin, peralatan, kendaraan), melakukan investasi, dan melakukan promosi atau iklan. Di sisi lain, perusahaan juga harus membagikan dividen kepada para pemegang saham agar tetap menarik di mata para investor. Dengan kondisi seperti ini perusahaan tidak dapat melakukan kedua hal tersebut secara bersamaan, kecuali perusahaan telah mencapai tahap *well established*, yaitu perusahaan mendapatkan sumber pendanaan eksternal.

Apabila masih belum mencapai tahap *well established* dan lebih memilih melakukan ekspansi terhadap perusahaannya, perusahaan akan menahan labanya

dan mengalokasikannya sebagai dana untuk melakukan ekspansi. Semakin tinggi kebutuhan dana untuk ekspansi, semakin besar laba ditahan yang akan dialokasikan untuk ekspansi perusahaan dibandingkan untuk membagikan dividen.

Penelitian ini didukung oleh Riyanto (2011) yang menyatakan bahwa semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, semakin besar kebutuhan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut. Dengan besarnya kebutuhan akan dana untuk waktu mendatang, perusahaan biasanya lebih senang untuk menahan labanya daripada membagikannya sebagai dividen kepada para pemegang saham mengingat terbatasnya biaya.

Namun, penelitian yang dilakukan Latiefasari (2011) menemukan bahwa potensi pertumbuhan tidak memengaruhi *dividend payout ratio* secara signifikan. Hal ini disebabkan walaupun sumber pendanaan internal telah digunakan dan dana yang akan digunakan untuk pertumbuhan perusahaan tidak mencukupi, perusahaan masih dapat menggunakan sumber pendanaan eksternal sehingga bertumbuh atau tidaknya perusahaan tidak akan memengaruhi putusan perusahaan dalam membagikan dividen.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Suharli (2004), Puspita (2009), dan Raissa (2012) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan negatif pada kebijakan dividen.

4.2.2 Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Kebijakan Dividen

Dari pengujian hipotesis, diperoleh hasil yang menyatakan bahwa kebijakan utang (DER) tidak berpengaruh pada *dividend payout ratio*. Kebijakan utang tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen dapat disebabkan adanya teori signal yang berpendapat bahwa dividen digunakan sebagai alat prediksi kondisi perusahaan pada masa yang akan datang. Ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan *cash dividend* dan harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Hal ini tentu memengaruhi putusan investor dalam menanamkan sahamnya ke perusahaan. Dengan demikian, walaupun utang perusahaan tinggi, perusahaan akan berusaha untuk tetap

mempertahankan pembayaran *cash dividend* kepada pemegang saham agar perusahaan dianggap masih mempunyai prospek yang bagus ke depannya, sehingga pemegang saham akan tetap menanamkan investasinya.

Namun, penelitian yang dilakukan Arfan (2013) menghasilkan pengaruh kebijakan utang yang negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan *Debt to Equity Ratio* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Oleh karena itu, semakin rendah *Debt to Equity Ratio*, semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. Apabila perusahaan menahan laba untuk membayar utang, hal ini akan memengaruhi besar kecil laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham, termasuk dividen yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen.

Yonathan (2014) mendukung penelitian ini yang menyatakan bahwa perusahaan yang telah menetapkan kebijakan dividen untuk para pemegang saham dalam RUPS membuat perusahaan terikat akan sebuah komitmen kepada pemegang saham untuk memberikan sejumlah dividen. Maka, jika perusahaan tidak menjalankan komitmennya, kemungkinan reputasi perusahaan akan memburuk dan perusahaan tidak menginginkan hal tersebut terjadi. Oleh karena itu, perusahaan akan tetap berusaha untuk tetap membagikan dividen walaupun utang perusahaan tinggi.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian Puspita (2009), Suharli (2006), Ayu (2013), dan Prawira et.al (2014) yang menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara *leverage* dan kebijakan pembayaran dividen.

4.2.3 Pengaruh *Collateralizable Assets* terhadap Kebijakan Dividen

Dari pengujian hipotesis, diperoleh hasil yang menyatakan bahwa *Collateralizable Assets (COL)* tidak berpengaruh pada *dividend payout ratio*. Tidak berpengaruhnya *collateralizable assets* terhadap kebijakan dividen karena *collateralizable assets* tidak dapat menjelaskan ketersediaan kas sebuah perusahaan yang merupakan pertimbangan utama dalam pembayaran dividen

tunai. Apabila *collateralizable assets* dapat menunjukkan ketersediaan kas, ketersediaan kas tersebut akan diprioritaskan untuk kepentingan pendanaan internal perusahaan dibandingkan untuk pembagian dividen.

Apabila menggunakan jaminan aset untuk memperoleh ketersediaan kas untuk membagikan dividen, perusahaan tidak hanya mempertimbangkan besarnya aset jaminan yang mereka miliki, tetapi juga faktor lainnya yang memengaruhi putusan kreditur dalam memberikan pinjaman, seperti prospek perusahaan pada masa mendatang, ada tidaknya asuransi atas aset perusahaan, terpelihara atau tidaknya *net working capital*, dan kemampuan perusahaan dalam membayar utang.

Penelitian ini bertentangan dengan penelitian Wahyudi (2008) yang mengungkapkan bahwa *collateralizable assets* memiliki pengaruh dalam pembayaran dividen kepada investor. Tingginya *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan menunjukkan besar jaminan perusahaan yang akan dijamin kepada kreditur sehingga memungkinkan perusahaan memperoleh sumber dana yang berasal dari utang. Semakin rendah *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur sehingga kreditur akan menghalangi perusahaan untuk membiayai dividen dalam jumlah besar kepada pemegang saham karena takut piutang mereka tidak terbayar.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sugeng (2009), Immanuela (2012), dan Ahi (2014) yang menunjukkan hasil yang tidak signifikan, artinya *collateralizable assets* tidak dapat membuktikan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen. Namun, penelitian ini bertentangan dengan Wahyudi (2008), Mollah (2011), Arfan (2013), serta Fauz dan Rosidi (2007).

4.2.4 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen

Dari pengujian hipotesis, diperoleh hasil yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh pada *dividend payout ratio*. Semakin besar ukuran sebuah perusahaan, semakin tinggi tingkat pembayaran dividen. Semakin tinggi besar ukuran sebuah perusahaan, semakin mampu perusahaan membayar dividen.

Ukuran perusahaan dapat dilihat dari besarnya total aset yang dimiliki. Semakin besar jumlah total aset yang dimiliki menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik pada masa depan. Selain itu, perusahaan tersebut relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba bernilai positif.

Apabila perusahaan telah memiliki banyak aset, laba yang dihasilkan akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan dana eksternal, seperti membagi dividen atau membayar utang kepada kreditur. Perusahaan yang sudah mapan cenderung memberi tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil atau baru (Weston dan Brigham, 1996).

Ukuran perusahaan yang besar dianggap indikator yang menggambarkan tingkat risiko bagi investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Semakin besar ukuran perusahaan, investor akan lebih tertarik untuk berinvestasi karena perusahaan tersebut memiliki tingkat risiko yang kecil. Perusahaan yang memiliki kemampuan finansial yang baik diyakin mampu memenuhi segala kewajibannya serta memberikan tingkat pengembalian yang memadai bagi investor (Joni & Lina, 2010).

Mahesti, et al. (2013) menemukan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) tidak berpengaruh pada *dividend payout ratio* karena *firm size* kurang dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur. Sementara itu, Hatta (2002) berpendapat bahwa ukuran perusahaan memainkan peran dalam menjelaskan rasio pembayaran dividen dalam perusahaan. Perusahaan yang besar cenderung lebih *mature* dan memiliki akses lebih mudah ke pasar modal, sehingga hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, semakin besar pula dividen yang dibagikan karena perusahaan tersebut sudah besar dan tidak lagi memerlukan ekspansi.

Hasil penelitian ini juga didukung oleh Huang, Anlin, dan Lanfeng (2012), Imran (2011), Al Najjar (2009), dan Mehta (2012) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif pada kebijakan dividen.

5. SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

1. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh pada kebijakan dividen. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin tinggi kebutuhan dana yang dibutuhkan untuk membiayai ekspansi. Hal ini memungkinkan perusahaan menahan labanya untuk ekspansi dan tidak membayarkannya sebagai dividen.
2. Kebijakan utang tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Perusahaan menganggap dividen merupakan prediksi tentang masa depan perusahaan. Untuk itu perusahaan akan tetap membagikan dividen walaupun *debt to equity ratio* sebuah perusahaan tinggi.
3. *Collateralizable Assets* tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Tidak berpengaruhnya *collateralizable assets* terhadap kebijakan dividen karena *collateralizable assets* tidak dapat menjelaskan ketersediaan kas sebuah perusahaan yang merupakan pertimbangan utama dalam pembayaran dividen tunai.
4. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Apabila perusahaan telah memiliki banyak aset, laba yang dihasilkan akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan dana eksternal, seperti membagi dividen atau membayar utang kepada kreditur. Perusahaan yang sudah mapan cenderung untuk memberi tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil atau baru.

5.2 Saran

1. Ruang lingkup penelitian dapat diperluas selain perusahaan manufaktur, seperti industri jasa, lembaga keuangan, perusahaan bidang pertanian, dan perusahaan bidang pertambangan. Hal tersebut dilakukan untuk mengeneralisasi hasil penelitian.
2. Periode penelitian disarankan tidak hanya tiga tahun, misalnya lima tahun. Hal ini bertujuan agar penelitian tersebut memberikan hasil uji yang lebih baik dan mendapatkan model penelitian di industri terkait.

3. Penelitian selanjutnya dapat menambah variabel independen lain yang dapat memengaruhi kebijakan dividen perusahaan, seperti laba perusahaan, arus kas operasi, harga saham, *return on assets*, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional. Hal ini dilakukan agar dapat menghasilkan penelitian yang lebih baik mengenai variabel yang berpengaruh pada kebijakan dividen.

DAFTAR RUJUKAN

- Ahi, Maria Carolina Raisa . (2014). *Analisis Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage dan Collateralizable Assets Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan yang Terdaftar Dalam Indeks LQ 45*. Skripsi. Universitas Katolik Atma Jaya Jakarta.
- Arfan, Muhammad ,Maywindlan, Trilas. (2013). Pengaruh Arus Kas Bebas, *Collateralizable Assets*, dan Kebijakan Utang Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi*, Vol. 6, No. 2 Juli 2013, Hal. 194-208.
- Asnawi, Said Kelana dan Wijaya, Chandra. (2005). *Riset Keuangan: Pengujian-Pengujian Empiris*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Budi. (2009). *Pengaruh Debt to Equity Ratio, Insider Ownership, Size dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen*. Tesis Program Studi Magister Manajemen Program Pascasarjana .Universitas Diponegoro Semarang
- Damayanti, Susan dan Achyani, Fatchan. (2006). Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan dividen Payout Ratio. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 5, No.1, Hal 51-62
- Djarwanto. (2010). *Pokok-pokok Analisa Laporan Keuangan, Edisi Kedua, Cetakan Pertama*. Yogyakarta: BPF.
- Fauz, A. dan Rosidi. (2007). Pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang dan Collateral Asset terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen* 8 (2): 259-267.
- Handayani, Dwi R. & Hadinugroho, Bambang. (2009). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Deviden. *Jurnal Fokus Manajerial*. Vol. 7 No.1 Hal. 64-71
- Hatta, Atika Jauhari. (2002). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden: investigasi pengaruh stakeholder. *JAAI* Vol. 6 No.2

- Hery. (2013). *Rahasia pembagian dividen & tata kelola perusahaan*. Yogyakarta: Gava Media
- Huang, Yuting, Anlin, Chen, dan Lanfeng, Kao. (2012). Corporate governance in Taiwan: The nonmonotonic relationship between family ownership and dividend policy. *Asia Pac J Manag.* 29: h: 39-58.
- Immanuela, Intan (2012) . Analisis Pengaruh Collateral Asset, Debt to Equity Ratio, Kepemilikan Institusional, dan Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *JURNAL EKONOMI* Vol. 5, No. 2, Desember 2012 hal 69-73
- Imran, Kashif. (2011). Determinants Of Dividend Policy: A Case Of Engineering Sektor. *The Romanian Economic Journal.* 14(41): h: 47-60.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., and Zorn, T.S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 27, p.247-263.
- Jensen, M. C and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure . *Journal of Financial Economics*, Oktober, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Joni dan Lina. (2010). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 12(2), 81-96.
- Kaen, F.R. (2003). *A Blue Print For Corporate Governance*. New York: American Management Assosiation.
- Laopodis, Nikiforos. K .(2013). *Understanding Investments: Theories and Strategies 1st Edition*. New York : Routledge
- Latiefasari, Hani Diana. (2011). *Analisis Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2005 – 2009*. Skripsi. UNDIP: Semarang
- Longenecker, Justin G. Carlos W Moore And Petty.J. William. (2013). *Small Business Management*. Singapore : Cengage Learning Asia.
- Mahesti, Febrijani Sri, Purbandari, Theresia, dan Mujilan .(2013). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2009 – 2011. *Jurnal Riset Manajemen dan Akuntansi* Vol. 01 No. 02, Agustus 2013 Hal: 13-21. Universitas Katolik Widya Mandala Madiun.
- Mehta, Anupam. (2012). An Empirical Analycis of Determinants of Dividend Policy-Evidence from the UAE Company. *Global Review of Accounting and Finance*. Vol.3, No.1.
- Mollah, S. (2011). Do emerging market firms follow different dividend policies?: Empirical investigation on the pre- and post-reform dividend policy and behaviour of Dhaka Stock Exchange listed firms. *Studies in Economics and Finance*, Vol. 28 Iss: 2, pp.118 – 135.

- Noor, Henry F. (2009). *Investasi Pengelolaan Keuangan Bisnis dan Perkembangan Ekonomi*. Jakarta: Indeks.
- Prasetyantoko, A. (2008). *Bencana Finansial, Stabilitas Sebagai Barang Publik*. Jakarta: Kompas Media Nusantara.
- Pujiastuti, T. (2008). Agency Cost terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 12, No. 2.
- Puspita, Helen dan Nugroho, Paskah Ika. (2012). Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Good Corporate Governance Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Analisis Bisnis Ekonomi*, [S.l.], Vol. 11, No. 2, Hal. 168-179, Oct. 2013. ISSN 1693-5950.
- Puspita, Fira (2009). *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2005-2007*. Tesis Manajemen Pasca Sarjana UNDIP. Semarang
- Raissa, Febryanno. (2012). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan Yang Tercatat di PT Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen, Unika Widya Mandala Surabaya*, Vol.1, No. 6.
- Riyanto, Bambang. (2011). *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*. Yogyakarta: Penerbit GPFE
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jordan, B.D. (2015). *Essentials of Corporate Finance Asia Global Edition*. McGraw-Hill Higher Education, Singapore.
- Stice, E.K. & Stice, J.D. (2013). *Intermediate accounting (19th ed)*. Singapore: South Western.
- Sudarmadji, Ardi Murdoko dan Sularto, Lana. (2007). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, dan Tipe Kepemilikan Perusahaan Terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan Keuangan Tahunan. *Jurnal Penelitian, Fakultas Ekonomi*. Universitas Gunadarma, Jakarta.
- Sugeng, Bambang. (2009). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, 1, 39-48.
- Suharli, Michell. (2004). *Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen*. Tesis Magister Akuntansi (Tidak Dipublikasikan). Jakarta.
- Suharli, Michell. (2006). Studi Empiris Mengenai Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Harga Saham Terhadap Jumlah Deviden Tunai (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan* [Vol 6, No 2](#), 2006

- Suharli, Michell. (2007). Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, vol. 9, no. 1, Mei 2007: 9-17.
- Sundjaja, Ridwan S., Barlian, Inge, dan Sundjaja, Darma Putra. (2007). *Manajemen Keuangan I, Edisi Keenam*. Bandung: UNPAR Press.
- Wahyudi, E. dan Baidori. (2008). Pengaruh Insider Ownership, Collateralizable Assets, Growth in Net Assets, dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2006. *Jurnal aplikasi manajemen* 6 (3): 474-482.
- Weston, J. Fred & Brigham, Eugene F. (1996). *Manajemen Keuangan edisi kedelapan jilid 2*. (Penerjemah: Yohanes Lamarto, et al.). Jakarta: Penerbit Erlangga. (Buku asli diterbitkan tahun 1986).
- Yonathan, Jessica. (2014). *Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Arus Kas Operasi, Ukuran Perusahaan, Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2010-2012*. Skripsi. Universitas Katolik Atma Jaya Jakarta.