

ANALISIS PENGARUH *LIKUIDITAS, LEVERAGE, AKTIVITAS, PROFITABILITAS, DAN GROWTH* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN EMITEN YANG TERDAFTAR PADA INDEKS LQ-45 PERIODE 2011-2013

Hengky Sulaiman
Sumani
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya Jakarta

ABSTRACT

Dividend is component of return that investor gain on stock investment. On other side, dividend policy is major cash outlay for the company. The research goal is to reveal the factor that significantly influence the dividend policy, which can be used to maximize the investor's return and provides guidance for the company in determining dividend policy.

The research used sixteen company listed on LQ-45 Indexes during 2011-2013 by using panel data analysis. The research shows that activity and growth significantly affect the dividend policy while liquidity, leverage, and profitability insignificantly affect the dividend policy.

Keywords: *Dividend Payout Ratio, Likuiditas, Leverage, Aktivitas, Profitabilitas, Growth, Panel Data Analysis, Random Effect Model*

1. PENDAHULUAN

Investasi adalah usaha yang dilakukan dengan cara mengurangi konsumsi di masa sekarang dengan harapan investasi tersebut dapat menghasilkan *return* di masa depan bagi investor. Investasi saham merupakan salah satu dari instrumen dalam *financial investment* yang banyak diminati oleh masyarakat dimana investor memperoleh hak kepemilikan dan pengendalian atas perusahaan emiten. Investor saham memperoleh *return* atas investasinya melalui dua komponen, yaitu melalui pendapatan dividen yang dibagikan oleh emiten (*dividend yield*) dan melalui kelebihan harga jual saham dibandingkan saat investor membeli saham tersebut (*capital gain*). Oleh karena itu, kebijakan dividen yang ditetapkan oleh emiten tentu menjadi salah satu pertimbangan utama bagi pihak investor dalam menentukan saham tujuan investasinya.

Kebijakan dividen merupakan salah satu kasus dalam keuangan kontroversial dalam *corporate finance* (Maladjian & Khoury, 2014:240). Setelah melalui penelitian selama dua dekade, kebijakan dividen masih menjadi salah satu dari 10 kasus dalam *corporate finance* yang hingga kini masih belum mencapai kesepakatan. Hal ini terlihat dari banyaknya *research gap* yang timbul dari penelitian yang dilakukan oleh berbagai peneliti di negara yang berbeda,

bahkan dalam negara yang sama yang menghasilkan simpulan yang berbeda-beda. Oleh karena itu, peneliti berusaha mengidentifikasi gambaran terkini atas kebijakan dividen bagi investor dan emiten atas faktor-faktor yang menentukan kebijakan dividen emiten yang berada di Indonesia berdasarkan ukuran likuiditas, *leverage*, profitabilitas, aktivitas, dan juga tingkat pertumbuhan perusahaan.

Faktor lainnya yang membuat peneliti tertarik untuk melakukan penelitian atas kebijakan dividen adalah untuk mengetahui apakah *signaling* dan *agency theory* sesuai dalam praktik penerapan kebijakan dividen di Indonesia. *Signaling theory* mengatakan bahwa kebijakan dividen mampu memberikan suatu informasi tertentu mengenai kondisi yang ada dalam perusahaan kepada pihak investor sehingga mampu mengurangi *information asymmetry* antara pihak investor dengan pihak manajemen. Dalam *agency theory* dikatakan bahwa kebijakan dividen mampu mengurangi *agency cost* yang timbul karena perbedaan kepentingan di antara pihak manajemen dengan pihak investor.

Dalam penelitian kali ini, peneliti mencoba mengkaji ulang faktor-faktor determinan dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen yang ditetapkan oleh emiten. Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan enam variabel yang terdiri atas lima variabel bebas, yaitu likuiditas, *leverage*, aktivitas, profitabilitas, dan *growth* untuk mengetahui dampaknya terhadap variabel terikat, yaitu *Dividend Payout Ratio* (DPR).

2. TINJAUAN LITERATUR

Rehman dan Takumi (2012) melakukan penelitian untuk menguji faktor *debt to equity ratio*, *operating cash flow per share*, *profitability*, *market to book value ratio*, *current ratio*, dan *corporate tax* terhadap kebijakan DPR di Jepang. Sampel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah lima puluh perusahaan yang *listing* pada *Karachi Stock Exchange* (KSE) dan membagikan dividen pada tahun 2009. Hasil dari penelitian ini adalah *debt to equity ratio*, *profitability*, *current ratio*, dan *corporate tax* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan *operating cash flow per share* dan *market to book value ratio* memiliki hubungan negatif dengan kebijakan dividen.

Boanyah, Ayentimi, dan Frank melakukan (203) penelitian terhadap kebijakan dividen (diukur dengan *dividend per share*) perusahaan manufaktur yang *listing* di *Ghana Stock Exchange* pada periode 1997-2006. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak sepuluh emiten. Model penelitiannya menggunakan metode analisis panel regresi linear berganda

dengan menggunakan variabel profitabilitas, *cash flow*, *sales growth*, dividen tahun lalu, ukuran perusahaan, dan *earning per share* (EPS). Penelitian ini memberikan simpulan bahwa kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Ghana sangat dipengaruhi secara positif oleh ukuran, profitabilitas, dan likuiditas emiten. Variabel lainnya *sales growth*, dividen tahun lalu, dan juga *earning per share* tidak memiliki dampak signifikan terhadap nilai *dividend per share*.

Penelitian yang dilakukan oleh Maladjian dan Khoury (2014) bertujuan mengukur kebijakan dividen atas bank yang *listing* pada *Beirut Stock Exchange* pada periode 2005-2011. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan tujuh variabel, yaitu likuiditas, *leverage*, profitabilitas, ukuran perusahaan, *growth*, risiko perusahaan, dan dividen tahun sebelumnya dengan sampel dari 28 emiten. Penelitian ini menghasilkan simpulan bahwa kebijakan dividen secara positif dipengaruhi oleh risiko perusahaan, ukuran, dan kebijakan dividen tahun sebelumnya, sedangkan kebijakan dividen berbanding terbalik dengan *growth* dan profitabilitas.

Di Indonesia, penelitian sejenis telah dilakukan oleh Ritha dan Koestiyanto (2013) untuk mengetahui determinan kebijakan dividen pada perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2009 dengan menggunakan dua belas emiten sebagai sampel penelitian. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi secara signifikan oleh *Debt to Total Assets*, *Cash ratio*, *Institutional ownership*, dan *growth* dan mampu memberikan kontribusi terhadap DPR sebesar 19,7%.

Penelitian atas kebijakan dividen juga dilakukan di Thailand oleh Komrattanapanya dan Suntrauk (2013) dengan menggunakan seluruh perusahaan yang *listing* di *Stock Exchange of Thailand* (SET) pada periode 2006-2010. Metode yang digunakan dalam penelitian adalah metode analisis regresi Tobit. Penelitian ini mengungkapkan hasil bahwa *leverage*, investasi, dan pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, sedangkan ukuran perusahaan secara signifikan mempengaruhi kebijakan dividen emiten. Profitabilitas, risiko bisnis, dan likuiditas tidak signifikan mempengaruhi kebijakan dividen.

Kebijakan dividen sudah lama menjadi perdebatan yang tidak pernah selesai. Banyak ahli keuangan dan peneliti yang telah melakukan penelitian yang intensif terhadap kebijakan dividen. Hingga kini, telah banyak teori atas kebijakan dividen yang telah diciptakan oleh para ahli keuangan. Teori keuangan terdiri atas dua kelompok besar, yaitu kelompok *Dividend Irrelevance Theories* dan *Dividend Relevance Theories*.

Kelompok pertama, yaitu *Dividend Irrelevance Theories* menganggap bahwa pembayaran dividen bersifat tidak relevan karena investor selalu dapat menjual saham yang dimilikinya

apabila mereka membutuhkan dana tunai. Oleh karena itu, dua perusahaan yang identik, baik yang membayar dividen maupun yang tidak membayar dividen memiliki nilai yang sama. Teori yang mendukung *dividend irrelevance theory* adalah:

a. *The Modigliani and Miller Theorem* (1961)

Teori ini dipelopori oleh Modigliani dan Miller (1961) yang mengatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *investment policy* dan profitabilitas dari emiten dan investor mampu menciptakan arus kas masuk bagi diri mereka sendiri. Teori ini membutuhkan empat buah asumsi, yaitu pasar modal sempurna (*perfect capital market*) dimana tidak ada biaya penerbitan dan biaya transaksi, tidak ada pajak, emiten memiliki kebijakan investasi yang pasti, dan prospek perusahaan di masa depan dapat diprediksi dengan jelas dan pasti.

b. *Residual Theory*

Teori ini menyatakan bahwa dividen yang dibagikan kepada pemegang saham adalah residual setelah emiten menyediakan dana yang dibutuhkan untuk membiayai semua proyek yang menguntungkan bagi perusahaan (Laiboni, 2013). Dalam teori ini, investor tidak peduli apakah perusahaan akan membagikan dividen atau tidak. Fokus dari investor adalah emiten mampu menciptakan arus kas yang lebih tinggi di masa depan sehingga mampu mendorong aset dan nilai perusahaan meningkat.

Kelompok kedua, yaitu *dividend relevance theory*. Kelompok teori ini muncul sebagai reaksi atas kelompok *dividend irrelevance theory* yang menyatakan bahwa adanya *perfect capital market*, tidak ada pajak, *flotation cost*, dan biaya transaksi yang bersifat tidak realistis karena dalam dunia nyata hal tersebut tidak mungkin dapat terwujud. Oleh karena itu, kelompok ini menganggap bahwa kebijakan dividen akan mampu mempengaruhi harga saham, nilai perusahaan, dan biaya modal emiten. Teori yang berada pada kelompok *dividend relevance theory*:

a. *Bird in the Hand Theory*

Teori ini dipelopori oleh Gordon (1963) dan Lintner (1962) menyatakan bahwa investor lebih mengutamakan dividen tunai dibandingkan prospek pertumbuhan perusahaan di masa depan.

b. *Signaling theory* dipelopori oleh Bhattacharya (1979 dan 1980), John dan Williams (1985) merupakan salah satu komponen dari *market hypothesis theory*. Teori ini mengatakan bahwa kebijakan dividen mampu mengurangi *information asymmetry* di antara pihak manajemen

dengan pemegang saham. Kebijakan dividen mampu menegaskan prospek dari perusahaan emiten di masa depan. Dengan mengacu pada *market hypothesis theory*, *signaling theory* masuk dalam kategori *inefficient market*, mengingat kebijakan dividen pada awalnya tidak diketahui oleh pihak luar selain pihak manajemen. Kemudian pada saat kebijakan dividen diumumkan, masyarakat akan merespon sehingga harga saham yang membagikan dividen akan menyesuaikan lagi dengan respon masyarakat atas kebijakan dividen tersebut.

c. Taxes and Clientele Effects

Teori ini dipelopori oleh Elton and Gruber (1970) dan Miller and Scholes (1978). Teori ini menyatakan bahwa kelompok investor dengan perlakuan pajak dividen yang berbeda akan mengharapkan kebijakan dividen yang berbeda pula.

d. Agency theory

Teori ini dipelopori oleh Jensen and Meckling (1976), Rozeff (1982), Easterbrook (1984), dan Jensen (1986). Teori ini menyatakan bahwa dividen dapat digunakan sebagai media control oleh pemegang saham untuk menekan *agency cost* yang timbul karena perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham.

e. Firm life-cycle theory of dividends

Teori yang dipelopori oleh Mueller (1972), Fama and French (2001), dan DeAngelo *et al.* (2006) menyatakan bahwa pola kebijakan dividen mengikuti pola *life-cycle* dari kegiatan usaha emiten. Emiten akan mulai membayar dividen dan meningkat pada saat memasuki fase pertumbuhan dan *maturity*. Selanjutnya, menurun seiring perusahaan memasuki masa *decline*.

Likuiditas

Likuiditas merupakan salah satu pertimbangan yang penting dalam kebijakan pembagian dividen, mengingat emiten yang likuid cenderung memiliki arus kas yang baik dan memiliki ketersediaan dana yang lebih tinggi untuk membagikan dividen dalam jumlah yang lebih besar. Demikian juga sebaliknya, emiten yang kurang likuid memiliki keterbatasan dalam ketersediaan dana tunai untuk membagikan dividen sehingga emiten yang kurang likuid cenderung tidak membagikan dividen atau pun membagikan dividen dalam jumlah yang lebih sedikit.

Leverage

Leverage mengacu pada struktur modal emiten, yaitu kombinasi dari proporsi penggunaan utang dan ekuitas dalam struktur modal perusahaan. Penggunaan utang, terutama utang jangka panjang, dalam struktur modal dianggap sebagai alternatif yang lebih murah dibandingkan menggunakan ekuitas karena beban bunga yang timbul dapat mengurangi pajak (*tax deductible expense*). Penggunaan utang jangka panjang akan mempengaruhi pendapatan laba bersih perusahaan sehingga akan mempengaruhi nilai *earning per share* (EPS) emiten karena beban bunga yang timbul dari penggunaan utang jangka panjang. Oleh karena itu, *financial leverage* mampu mempengaruhi nilai perusahaan. Kumar (2008: 57) mengatakan “*Because debt positively affects returns to shareholders in good times and adversely affects to them in bad times, it creates financial leverage.*” Berdasarkan pernyataan tersebut, dapat disimpulkan bahwa *financial leverage* dapat memberikan kontribusi positif bagi emiten dengan meningkatkan nilai emiten, tetapi di satu sisi juga meningkatkan risiko emiten pada kebangkrutan.

Berdasarkan penjelasan dan teori di atas maka *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut disebabkan semakin besar penggunaan utang jangka panjang maka semakin besar bunga yang harus dibayarkan sehingga menyebabkan laba bersih yang merupakan sumber atas pembagian dividen berkurang.

Aktivitas

Aktivitas dari perusahaan menunjukkan utilisasi dari *asset* yang dimiliki oleh suatu perusahaan untuk menghasilkan pendapatan bagi emiten. Rasio aktivitas digunakan sebagai ukuran efisiensi emiten dalam penggunaan asetnya. Emiten yang memiliki efisiensi yang tinggi cenderung mampu menghasilkan laba bersih yang lebih tinggi sehingga semakin efisien tingkat aktivitas dari emiten maka idealnya semakin besar pula kebijakan dividen yang ditetapkan oleh emiten tersebut.

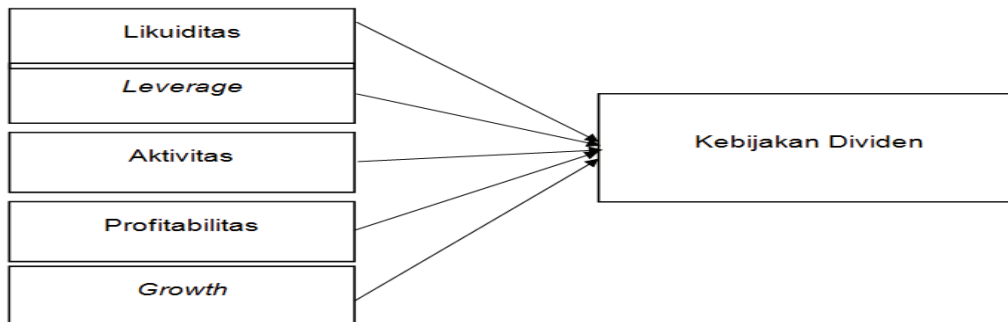
Profitabilitas

Profitabilitas mengacu kepada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan sumber daya yang dimilikinya untuk menghasilkan laba bagi perusahaan. Innocent, Mary, dan Matthew (2013:108) mengatakan bahwa “*Profitability ratios show a company’s overall efficiency and performance.*” Profitabilitas perusahaan dalam menghasilkan laba tentu memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen emiten, mengingat dividen akan

dibagikan apabila perusahaan mampu menghasilkan laba bersih. Oleh karena itu, idealnya semakin tinggi profitabilitas emiten maka semakin tinggi dividen yang akan dibagikan kepada investor karena semakin besar.

Growth

Keputusan emiten untuk melakukan pertumbuhan (*Growth*) akan mempengaruhi ketersediaan dana bagi emiten. Hal ini karena ketika perusahaan memutuskan untuk bertumbuh maka emiten harus mengumpulkan dana untuk membiayai kebutuhan pertumbuhannya. Teori *free cash flow hypothesis* (Jensen, 1992) juga menyebutkan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi memiliki *free cash flow* yang lebih rendah karena digunakan investasi pada proyek dengan *Net Present Value* (NPV) positif. Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi *growth* yang ingin dicapai oleh emiten maka semakin besar kebutuhan dana emiten. Dengan demikian, emiten akan mengurangi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham untuk memenuhi kebutuhan dana atas pertumbuhan yang ingin dicapai emiten.



Gambar 2.1: Model Penelitian

Hipotesis Konseptual

a. Likuiditas

Likuiditas menentukan besarnya ketersediaan dana yang dimiliki oleh emiten. Emiten yang likuid cenderung memiliki arus kas yang lebih baik sehingga mampu mendukung ketersediaan dana yang dimiliki oleh emiten. Oleh karena itu, semakin tinggi likuiditas maka kemampuan emiten untuk mendukung kebijakan dividen juga lebih tinggi (Ritha dan Koestiyanto, 2013). Dengan demikian, peneliti mengajukan hipotesis berikut.

H1: Likuiditas signifikan mempengaruhi kebijakan dividen secara positif.

b. Leverage

Leverage mengacu pada penggunaan utang dalam struktur modal emiten. Penggunaan utang akan menyebabkan emiten memiliki kewajiban untuk melunasi beban bunga secara berkala dan juga melunasi utang pada akhir masa jatuh temponya. Semakin tinggi *leverage* maka semakin besar beban bunga yang timbul akibatnya sehingga menyebabkan penurunan laba bersih emiten yang berujung pada penurunan kebijakan dividen (Pasaribu, Kowanda, dan Nawawi, 2014; Erkaningrum, 2007). Oleh karena itu, peneliti mengajukan hipotesis berikut.

H2: *Leverage* signifikan mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif.

c. Aktivitas

Semakin efisien tingkat penggunaan aset oleh emiten akan menyebabkan semakin besar pendapatan yang mampu dihasilkan oleh emiten dari setiap aset yang dimiliki perusahaan. Berdasarkan teori di atas, peneliti menyimpulkan bahwa semakin tinggi tingkat aktivitas maka semakin efisien pemanfaatan aset oleh emiten tersebut yang mampu mendukung kebijakan dividen yang lebih besar (Ariyanti, 2014). Oleh karena itu, peneliti mengajukan hipotesis berikut.

H3: Tingkat aktivitas signifikan mempengaruhi kebijakan dividen secara positif.

d. Profitabilitas

Pembagian dividen akan dilakukan bila emiten memiliki laba bersih pada periode tersebut. Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat profitabilitas emiten, semakin tinggi pula laba bersih yang mampu dihasilkan sehingga dana yang tersedia untuk dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham meningkat (Mahaputra dan Wirawati, 2014; Boanyah, Ayentimi, dan Frank, 2013) dan sebaliknya. Dengan demikian, peneliti mengajukan hipotesis berikut.

H4: Profitabilitas signifikan mempengaruhi kebijakan dividen secara positif.

e. Growth

Sesuai dengan teori *free cash-flow hypothesis* bahwa emiten yang sedang bertumbuh akan membutuhkan dana dalam jumlah besar untuk membiayai kebutuhan pertumbuhannya. Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat pertumbuhan yang ingin dicapai oleh perusahaan, maka semakin besar pula kebutuhan dana yang dibutuhkan emiten sehingga mengurangi kebijakan

dividen emiten (Ritha dan Koestiyanto, 2013; Maladijan dan Khoury; 2014). Dengan demikian, peneliti mengajukan hipotesis berikut.

H5: Growth signifikan mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif.

3. METODE PENELITIAN

Definisi Operasional

Variabel terikat dalam penelitian kali ini adalah kebijakan dividen yang diukur dengan menggunakan rasio pembayaran dividen atau *dividend payout ratio (DPR)*. *Dividend payout ratio* digunakan untuk mengukur kebijakan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham yang ditetapkan oleh emiten berdasarkan laba bersih yang diperoleh emiten.

Dividend payout ratio diukur dengan membandingkan dividen yang dibagikan oleh emiten pada suatu periode dengan laba bersih yang diperoleh emiten pada periode tersebut. Nilai dari rasio ini diungkapkan dalam persentase terhadap laba bersih yang merupakan persentase dari laba bersih yang dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham emiten tersebut. Erkaningrum (2007:94) menjelaskan cara untuk mengukur *dividend payout ratio* sebagai berikut.

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividend}}{\text{Net Income}} \times 100\%$$

Variabel bebas (*independent variable*) adalah variabel yang nilainya memberikan pengaruh terhadap nilai variabel terikat. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian kali ini berjumlah lima buah, yaitu likuiditas, *leverage*, aktivitas, profitabilitas, dan *growth*. Penjelasan dan cara pengukuran dari setiap variabel bebas adalah sebagai berikut.

a. Likuiditas

Likuiditas digunakan untuk mengukur ketersediaan dana emiten dalam memenuhi kewajiban-kewajibannya (solvabilitas). Dalam penelitian kali ini, likuiditas akan diukur dengan menggunakan *cash ratio* yang menunjukkan proporsi kas terhadap utang lancar perusahaan. Ross *et al.* (2012:58) menjelaskan cara pengukuran *cash ratio* sebagai berikut.

$$\text{Cash ratio (CR)} = \frac{\text{Cash}}{\text{Current Liabilities}} \times 100\%$$

b. *Leverage*

Leverage digunakan untuk melihat struktur modal emiten. Dalam penelitian kali ini, peneliti akan menggunakan *long term debt ratio* yang menunjukkan proporsi dari penggunaan utang jangka panjang dalam struktur pembiayaan perusahaan. Penggunaan *long term debt ratio* ini dipilih mengingat hanya sebagian kecil dari utang jangka pendek yang memberikan beban bunga pada perusahaan. Ross *et al.* (2012:60) menjelaskan bahwa *long term debt ratio* dapat diukur dengan persamaan berikut.

$$\text{Long Term Debt Ratio (LTDR)} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Long Term Debt} + \text{Total Equity}} \times 100\%$$

c. *Aktivitas*

Aktivitas digunakan untuk mengukur tingkat utilisasi emiten atas aset yang dimilikinya. Tingkat aktivitas dari emiten akan diukur dengan menggunakan rasio *Total Asset Turnover*, yang menjelaskan tentang kontribusi dari setiap nilai aset emiten untuk menghasilkan penjualan bagi emiten. Ross *et al.* (2012:63) menjelaskan cara untuk mengukur *total asset turnover* sebagai berikut.

$$\text{Total Asset Turnover (TATO)} = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

d. *Profitabilitas*

Profitabilitas digunakan untuk melihat kemampuan emiten untuk menghasilkan laba dari penjualan atau investasi yang dimilikinya pada perusahaan tersebut. *Net profit margin* akan digunakan untuk mengukur tingkat profitabilitas emiten pada penelitian kali ini, yang menjelaskan persentase dari penjualan yang masuk sebagai laba bersih yang diperoleh emiten. Ross *et al.* (2012:63) memberikan cara untuk mengukur *net profit margin* sebagai berikut.

$$\text{Net Profit Margin (NPM)} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Sales}} \times 100\%$$

e. *Growth*

Growth digunakan untuk melihat tingkat pertumbuhan emiten. Peneliti akan menggunakan *Asset Growth* untuk melihat pertumbuhan emiten dengan menggunakan dasar pertumbuhan aset yang dimiliki oleh emiten, mengingat pertumbuhan emiten tentu harus didukung dengan kepemilikan aset yang cukup untuk mencapai pertumbuhan yang ditargetkan. *Asset growth ratio* memberikan penjelasan atas pertumbuhan aset emiten dari suatu periode dibandingkan

periode sebelumnya. Kennan (2015) menjelaskan cara untuk mengukur *asset growth* sebagai berikut.

$$\text{Asset Growth (AG)} = \frac{\text{Total Assets } t - \text{Total Assets } t-1}{\text{Total Assets } t-1} \times 100\%$$

Metode Analisis Data

Analisis data panel memiliki beberapa model persamaan regresi, yaitu *Pooled Least Squares* (PLS), *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM). Dari ketiga model tersebut akan dilakukan pemilihan model yang akan digunakan dalam penelitian ini dengan menggunakan uji statistik *chow test* dan *Hausman test*.

Tahapan pertama adalah memilih antara *pooled least squares* dengan *fixed effect model* yang akan diuji dengan *chow test*. Bila hasil uji *chow test* menghasilkan model *pooled least squares* maka model *pooled least squares* yang digunakan dalam penelitian ini. Tetapi, apabila hasil uji *chow test* menyatakan bahwa *fixed effect model* maka akan dilanjutkan ke tahap kedua dengan menggunakan *Hausman test* untuk memilih antara *fixed effect model* dengan *random effect model*.

Setelah diperoleh model data panel yang tepat, peneliti akan melakukan uji F dan uji t untuk mengetahui pengaruh dari likuiditas, *leverage*, aktivitas, profitabilitas, dan *growth* terhadap kebijakan dividen, baik secara bersama-sama maupun secara individual.

4. HASIL PENELITIAN

Hasil Penelitian

Melalui *Chow test* dan *Hausman test* diperoleh bahwa model yang paling tepat digunakan dalam penelitian ini adalah *Random Effect Model*.

Estimasi *Random Effect Model*

Dependent Variable: DPR

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 11/17/15 Time: 20:31

Sample: 2011 2013

Periods included: 3

Cross-sections included: 16

Total panel (balanced) observations: 48

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.275141	0.114557	2.401781	0.0208
CR	-0.037536	0.022268	-1.685603	0.0993
LTDR	0.113035	0.188424	0.599898	0.5518
TATO	0.311025	0.064325	4.835229	0.0000
NPM	0.569373	0.333697	1.706258	0.0953
AG	-0.896012	0.151889	-5.899143	0.0000

Random Effect (Cross)

_AALI—C	0.038240
_ADRO—C	-0.013400
_ASII—C	-0.038594
_GGRM—C	-0.054483
_INDF—C	0.043172
_INTP—C	-0.004186
_ITMG—C	0.050275
_JSMR—C	0.043669
_KLBF—C	-0.059168
_LPKR—C	-0.055868
_LSIP—C	0.034351
_PGAS—C	-0.031396
_PTBA—C	0.049253
_TLKM—C	0.004694
_UNTR—C	-0.023403
_UNVR--C	0.016845

Effects Specification

S.D. Rho

Cross-section random	0.064965	0.2258
Idiosyncratic random	0.120286	0.7742

Weighted Statistics

R-squared	0.609369	Mean dependent var	0.364580
Adjusted R-squared	0.562866	S.D. dependent var	0.192222
S.E. of regression	0.127090	Sum squared resid	0.678375
F-statistic	13.10369	Durbin-Watson stat	2.155276
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.672319	Mean dependent var	0.499233
Sum squared resid	0.835756	Durbin-Watson stat	1.749416

Sumber: E-views 6.0

Berdasarkan pada hasil estimasi *Random Effect Model*, peneliti melakukan uji F dan memperoleh hasil bahwa paling sedikit salah satu dari nilai *slope regresi* tidak bernilai nol. Artinya, secara bersamaan *cash ratio*, *long term debt ratio*, *total asset turnover*, *net profit margin*, dan *asset growth* mempengaruhi *dividend payout ratio*. Berdasarkan nilai *R-squared* pada *random effect model*, yaitu sebesar 0.609369 maka disimpulkan bahwa variasi dari *dividend payout ratio* mampu dijelaskan oleh *cash ratio*, *long term debt ratio*, *total asset turnover*, *net profit margin*, dan *asset growth* mempengaruhi *dividend payout ratio* sebesar 60,9369%, sedangkan sisanya sebesar 39,0631% dijelaskan oleh variabel lainnya. Dengan α 5%, diperoleh simpulan bahwa hanya aktivitas dan *growth* yang signifikan mempengaruhi kebijakan dividen, sedangkan likuiditas, *leverage*, dan profitabilitas tidak signifikan mempengaruhi kebijakan dividen. Diketahui juga bahwa *leverage*, aktivitas, dan profitabilitas memberikan pengaruh positif pada kebijakan dividen, sedangkan likuiditas dan *growth* memberikan pengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Pembahasan

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh penulis, peneliti memperoleh hasil sebagai berikut.

a. Cash Ratio

Hasil penelitian *cash ratio* ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mahaputra & Wirawati (2014) dan Putra (2012), tetapi berlawanan dengan hasil penelitian yang diperoleh oleh Ritha dan Koestiyanto (2013). Idealnya, peningkatan dari *cash ratio* yang merupakan ukuran dari likuiditas mendukung kebijakan dividen. Akan tetapi, pada praktik nyatanya, mungkin saja emiten memilih untuk menyimpan kelebihan dana tunai yang dimilikinya untuk kebutuhan transaksi, spekulatif, penyimpanan, dana untuk peristiwa tak terduga atau emiten menggunakan kelebihan dana tunai yang dimilikinya untuk melunasi utang yang dimilikinya.

b. Long Term Debt Ratio

Hasil penelitian tentang *Long Term Debt Ratio* sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Pasaribu, Kowanda, Nawawi (2014) dan Erkaningrum (2007). Meskipun simpulan yang diperoleh berbeda dengan teori yang dijelaskan sebelumnya, hal ini dapat terjadi bila emiten menggunakan dana yang diperoleh dari utang untuk membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya. Dengan demikian, emiten mampu membagikan dividen kepada pemegang saham meskipun sedang mengalami dalam ketersediaan kas dan mendukung kebijakan dividen emiten.

c. Asset Turnover

Total asset turnover signifikan positif mempengaruhi *dividend payout ratio*. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Ariyanti (2014). Selain itu, pengaruh positif dari *asset turnover* juga sesuai dengan teori yang telah dijelaskan pada bab II, dimana semakin tinggi efisiensi dalam penggunaan aset maka semakin tinggi pula pendapatan yang diperoleh emiten dari setiap nilai aset yang dimilikinya. Efisiensi penggunaan aset tersebut mampu membuat emiten memiliki pendapatan yang tinggi dengan biaya yang optimal sehingga mampu meningkatkan laba bersih dan menghindari penumpukan aset. Akibatnya, emiten mampu meningkatkan dana yang dapat dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham.

d. *Net Profit Margin*

Hasil penelitian dari Net Profit Margin ini sesuai dengan hasil penelitian yang diperoleh Maladjian & Khoury (2014) dan Rejeki (2011). Pengaruh positif dari *net profit margin* sesuai dengan teori yang telah dijelaskan. Semakin tinggi laba yang dihasilkan dari setiap pendapatan emiten, membuat perusahaan memiliki laba bersih dalam jumlah yang lebih besar, yang pada akhirnya mampu mendukung kebijakan *dividend payout* yang lebih besar kepada pihak pemegang saham.

e. *Asset Growth*

Asset growth disimpulkan signifikan mempengaruhi *dividend payout ratio* secara negatif. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Ritha & Koestiyanto (2013) dan Maladjian & Khoury (2014). Pengaruh negatif dari pertumbuhan aset emiten ini disebabkan semakin tinggi tingkat pertumbuhan aset emiten, semakin besar pula emiten membutuhkan dana untuk memenuhi pertumbuhan kebutuhan belanja aset tersebut yang pada akhirnya mengurangi ketersediaan dana yang akan dibagikan kepada pihak pemegang saham.

Berdasarkan pada nilai *R-squared* pada hasil estimasi dengan menggunakan *random effect model* maka disimpulkan bahwa secara bersamaan *cash ratio*, *long term debt ratio*, *total asset turnover*, *net profit margin*, dan *asset growth* mampu menjelaskan variasi dari *dividend payout ratio* sebesar 60,9369%, sedangkan sisanya sebesar 39,0631% dijelaskan oleh variabel lainnya.

Berdasarkan hasil yang diperoleh di atas maka penulis menyimpulkan bahwa fenomena di atas sesuai dengan *signaling theory*, dimana emiten memiliki kecenderungan untuk membagikan dividen kepada investor sehingga mampu memberikan sinyal positif kepada investor mengenai kondisi keuangan emiten yang berada dalam kondisi baik. Hal ini sesuai bila kita melihat bahwa *leverage* memberikan kontribusi positif kepada kebijakan dividen meskipun emiten harus menggunakan utang sebagai sumber dana untuk membagikan dividen kepada investor. Selain itu, peningkatan efektivitas dalam penggunaan aset dan profitabilitas juga mampu meningkatkan kebijakan dividen sehingga melalui pembagian dividen diharapkan investor mendapatkan isyarat bahwa emiten sedang berada dalam kondisi yang baik.

Namun demikian, penelitian tidak sesuai dengan *agency theory*, mengingat bahwa melalui penelitian kita memperoleh hasil bahwa likuiditas menurunkan kebijakan dividen, dimana kebijakan tersebut umumnya timbul dari pihak manajemen yang bertujuan untuk meningkatkan performa emiten di masa depan dengan melunasi utang-utang emiten, sehingga

beban bunga emiten di masa depan menurun. Akhirnya, mampu mendorong profitabilitas emiten.

5. SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti atas hubungan antara *cash ratio*, *long term debt ratio*, *asset turnover*, *net profit margin*, dan *asset growth* maka peneliti telah memperoleh lima simpulan berikut.

- a. Likuiditas memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.
- b. *Leverage* memiliki pengaruh positif tidak signifikan atas kebijakan dividen.
- c. Tingkat aktivitas signifikan mempengaruhi kebijakan dividen dan memberikan kontribusi positif atas kebijakan dividen.
- d. Profitabilitas memiliki pengaruh positif tidak signifikan atas kebijakan dividen.
- e. *Growth* signifikan mempengaruhi kebijakan dividen dan memberikan kontribusi yang negatif atas kebijakan dividen.

Saran

Saran yang disampaikan berdasarkan hasil penelitian adalah sebagai berikut.

- a. Kepada pihak emiten, sebaiknya memperhatikan faktor efisiensi dari aktivitas perusahaan dan pertumbuhan aset yang ingin dicapai emiten untuk mencapai target yang diinginkan. Dengan memperhatikan faktor efisiensi dan pertumbuhan aset, perusahaan mampu menetapkan secara jelas kebutuhan asetnya sehingga kebijakan dividen emiten diharapkan tidak mengganggu ketersediaan dana emiten dalam pencapaian tujuannya.
- b. Kepada pihak investor, terutama bagi pihak investor yang akan melakukan investasi dalam jangka panjang, investor jangka panjang sebaiknya memperhatikan dengan baik tingkat efisiensi dari aktivitas emiten dan mencari informasi atas tingkat pertumbuhan yang ingin dicapai oleh emiten kedepannya sehingga dividen yang diperoleh investor dari hasil investasinya mampu memenuhi kebutuhan dana dan *return* yang diharapkan oleh investor.
- c. Untuk penelitian selanjutnya, agar tetap memasukkan variabel internal emiten (aktivitas dan *growth*) dalam variabel penelitiannya dan menambahkan variabel makro ekonomi, seperti inflasi, pertumbuhan ekonomi, suku bunga Bank Indonesia. Harapan

ke depannya dapat diperoleh gambaran yang semakin spesifik dari sisi internal emiten dan makro ekonomi atas faktor-faktor dominan yang mempengaruhi kebijakan dividen.

DAFTAR RUJUKAN

- Ariyanti, I. I. W. (2014). Pengaruh *Total Asset Turnover* (TATO), *Inventory Turnover* (ITO), *Debt to Equity Ratio* dan *Earning per-Share* (EPS) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011). Published Thesis. Universitas Muhammadiyah Surakarta. Surakarta.
- Bhattacharya, S., (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in The Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*. Vol. 10(1), 259-270.
- Bhattacharya, S., (1980). Dissipative Signalling Structure Dividend Policy. *Quarterly Journal of Economics*. Vol 95(1), 1-24.
- Boanyah, E.A., Ayentime, D.T., Frank, O.Y. (2013). Determinants of Dividend Payout Policy of some Selected Manufacturing Firms Listed on Ghana Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*. 4 (5), 49-60.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R.M., (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix : A Test of the Life Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*. Vol 81(2), 227-254.
- Easterbrook, F.H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*. Vol 74 (4), 650-659.
- Elton., E.J., Gruber, M.J, (1970). Marginal Stockholder Taxes Rate and The Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*. Vol 52 (1), 68-74.
- Erkaningrum, I.F. (2007). Determinan Dividend Payout Ratio pada Perusahaan-Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi Analisis*. 1 (1), 86-103.
- Fama, E.F., French, K.R. (2001). Disappearing Dividends : Changing Firm Characteristic or Lower Propensity to Pay. *Journal of Financial Economics*. Vol 60 (1), 3-43.
- Gordon, M.J., (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*. Vol 18(2), 264-272.
- Innocent, E.C., Mary, O.I., Mathew, O.M. (2013). Financial ratio Analysis as a Determinant of Profitability in Nigerian Pharmaceutical Industry. *International Journal of Business and Management*. 8 (8), 107-117.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structures. *Journal of Financial Economics*. Vol 3, 305-360.

- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*. Vol 76 (2), 323-329.
- John, K., Williams, J., (1985). Dividends, Dillution and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*. Vol 40 (4), 1053-1070
- Kennan, M. (2015). *How to Calculate Growth of Assets as a Percentage*. Retrieved October 5, 2015, http://www.ehow.com/how_12045711_calculate-growth-assets-percentage-.html.
- Komrattanapanya, P., Suntrauk, P. (2013). Factors Influencing Dividend Payout Policy in Thailand. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*. 3 (2), 255-268.
- Kustodian Sentral Efek Indonesia, Company Data & User Guide, organizational websites, Retrieved October 11, 2015, from http://www.ksei.co.id/support/data_user_guide.
- Laiboni, M. (2013). *Dividend Policy Theories*. Retrieved September 13, 2015, <https://laiboni.wordpress.com/2013/08/02/dividend-policy-theories/>.
- Lintner., J., (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Price and the Supply of Capital to Organization. *American Economic Review*. Vol 44, 243-269.
- Mahaputra, G.A., Wirawati, N.G.P. (2014). Pengaruh Faktor Keuangan dan Ukuran Perusahaan Pada *Dividend Payout Ratio* Perusahaan Perbankan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. 9 (3), 695-708.
- Maladjian, C., Khoury, R.E. (2014). Determinants of the Dividend Policy: An Empirical Study on the Lebanese Listed Banks. *International Journal of Economics and Finance*. 6 (4). 240-256.
- Miller, M.H., Scholes., M.S., (1978). Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics*. Vol 6, 333-364.
- Mueller, D.C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*. Vol 20 (3), 199-219.
- Pasaribu, R.B.F., Kowanda, D., Nawawi, K. (2014). Determinan *Dividend Payout Ratio* pada Emiten LQ-45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*. 8 (1), 1-14.
- Putra, R. E. (2012). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Growth, dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012. *Published Thesis*. Universitas Maritim Raja Ali Haji. Tanjung Pinang.
- Rejeki, S. S. (2011). Pengaruh Debt to Equity Ratio, Net Profit Margin, Asset Growth, Firm Size, dan Current Ratio terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Kasus Pada Perusahaan Non Financial yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2009). *Published thesis*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ritha, H., Koestiyanto, E. (2013). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (DPR). *E-Jurnal Manajemen dan Bisnis*. 1 (1), 1-15.

- Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jordan, B.D., Lim, J., Tan, R. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance* (Asia Global ed.). Singapore: McGraw-Hill/Irwin.
- Rozeff, M. S., (1982). Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios., *Journal of Financial Research*. Vol. 5(3), 249-259.
- Takumi, R., Rehman, A. (2012). Determinants of Dividend Payout Ratio. *Journal of Contemporary Issues in Business Research*. 1 (1), 20-27.