

PENGARUH KEPEMILIKAN, HUTANG, LIKUDITAS, AKTIVA TETAP, UKURAN DAN KINERJA PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Qandri Aqza Santoso
aqza_santoso@gmail.com
Suwardi Bambang Hermanto

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

The purpose of this research is to examine the influence of variables i.e.: Managerial Ownership (KMA), Debt to Total Asset (DTA), Quick Ratio (QUI), Collateral Assets (COL), Firm Size (size), Return on Investment (ROI), and Growth Companies (GRW) to the Dividend Policy (DPR). The population of this research are all manufacturing consumer goods industry sector companies which are listed in Indonesia Stock Exchange in 2006-2014 periods. The data has obtained from the Indonesian Capital Market Directory (ICMD). By using purposive sampling method, 162 companies manufacturing consumer goods industry sector companies have been selected as samples. The result of multiple linear regressions analysis shows that Collateralizable Assets (COL) and Company Growth (GRW) variables have significant and negative influence on dividend policy. Return on Investment (ROI) variable has significant and positive influence on the dividend policy variable. Meanwhile, Managerial Ownership (KMA), Debt to Total Asset (DTA), Quick Ratio (QUI), and Firm Size (size) does not have any influence on dividend policy. The entire independent variables in the model simultaneously have the predictive ability of the R-Square of 0,568 or 56.8% can predict dividend policy. Meanwhile, the remaining 43.2% is influenced by other variables outside the model.

Keywords: Collateral Assets, Return on Investment, Growth Companies, Dividend Policy

ABSTRAK

Tujuan penelitian menguji pengaruh variabel Kepemilikan Manajerial (KMA), *Debt to Total Asset* (DTA), *Quick Ratio* (QUI), *Collateralizable Assets* (COL), *Ukuran Perusahaan* (SIZ), *Return on Investment* (ROI), dan *Pertumbuhan Perusahaan* (GRW) terhadap Kebijakan Dividen (DPR). Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2014. Data diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD). Dengan menggunakan metode *purposive sampling* diperoleh sebanyak 162 perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi sampel penelitian. Hasil analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa variabel *Collateralizable Assets* (COL) dan *Pertumbuhan Perusahaan* (GRW) mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel *Return on Investment* (ROI) mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Kepemilikan Manajerial (KMA), *Debt to Total Asset* (DTA), *Quick Ratio* (QUI), dan *Ukuran Perusahaan* (SIZ) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Seluruh variabel independen dalam model secara simultan memiliki kemampuan prediksi dengan *R-Squared* 0,568 atau 56,8% dapat memprediksi kebijakan dividen. Sedangkan 43,2% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model.

Kata kunci: Collateralizable Assets, Return on Investment, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Dividen

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan salah satu bentuk peningkatan kemakmuran pemegang saham, khususnya pemegang saham yang berinvestasi untuk jangka panjang. Terdapat dua jenis dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, yaitu *cash dividend* dan *non-cash dividend*, yang dapat berupa *stock dividend* dan *property dividend*. *Cash dividend* merupakan bentuk pembayaran dividen yang paling banyak digunakan oleh emiten untuk membagi

sebagian laba kepada pemegang saham karena *cash dividend* lebih banyak diinginkan investor daripada dalam bentuk lain.

Pembayaran dividen tunai membantu mengurangi ketidakpastian investor dalam aktivitas investasinya ke dalam perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori Gordon dan Lintner (1962) dalam Hardiatmo dan Daljono (2013) yaitu *bird in the hand theory*. Teori ini menyatakan bahwa dividen yang ada saat ini mempunyai nilai yang lebih tinggi daripada *capital gain* yang akan diterima di masa yang akan datang. Hal tersebut dianalogikan dengan satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung yang masih di awang-awang. Dengan demikian pemegang saham yang takut risiko akan lebih menyukai menerima dividen daripada *capital gain*.

Para pemegang saham umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil dan meningkat dari waktu ke waktu karena akan meningkatkan kepercayaan pemegang saham terhadap perusahaan. Namun besarnya dividen yang dibagikan perusahaan tidak mudah diprediksi karena kebijakan dividen menimbulkan dilema bagi pihak manajemen perusahaan. Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun, akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna mendanai operasi perusahaan untuk satu tahun ke depan.

Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan tersebut dan juga dapat membayarkan dividen yang stabil kepada para pemegang saham, tetapi kedua tujuan tersebut saling bertentangan. Hal ini dikarenakan jika semakin tinggi tingkat dividen yang dibayarkan, berarti semakin sedikit laba yang ditahan dan sebagai akibatnya menghambat tingkat pertumbuhan. Sebaliknya jika manajemen melakukan pemotongan dividen (*dividend cut*), hal ini sering dianggap sebagai sinyal negatif oleh pihak eksternal sebagai dampak dari kegagalan perusahaan yang pada akhirnya berdampak buruk terhadap penurunan harga saham. Oleh karena itu dalam menetapkan dividen, perusahaan mempertimbangkan antara kebijakan dividen saat ini dengan pertumbuhan perusahaan di masa mendatang sehingga dapat menghasilkan harga saham maksimal

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Alokasi penentuan laba untuk pembayaran dividen dan sebagai laba ditahan merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen. Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham.

Menurut *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) dalam Santoso dan Prastiwi (2012) menjelaskan bahwa manajemen dalam memilih sumber pendanaan berdasarkan pada hierarki risiko. Urutan pendanaan menurut teori ini adalah *internal fund*, *riskless debt*, *risky debt* dan *external equity*. Penggunaan *internal fund* menempati urutan pertama karena sumber pendanaan ini tidak menimbulkan biaya bunga dan biaya transaksi sehingga memiliki risiko yang relatif paling kecil diantara sumber pendanaan lainnya. Apabila pendanaan internal dianggap tidak mencukupi maka kemudian baru menggunakan pendanaan eksternal berupa utang dan emisi saham baru. Oleh karena itu pihak manajemen perusahaan harus mampu membuat keputusan yang tepat untuk mengalokasi laba yang diperoleh.

Berdasarkan kedua kondisi yang saling bertentangan tersebut, seorang investor perlu mempelajari faktor-faktor yang mempengaruhi pembagian dividen atau kebijakan dividen yang ditempuh oleh perusahaan. Salah satu faktor yang dapat diamati oleh investor adalah kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan yang baik menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan kekayaan bagi pemegang saham. Kinerja keuangan perusahaan dapat dilihat dari laporan keuangan perusahaan. Berdasar laporan keuangan tersebut dapat dihitung sejumlah rasio keuangan yang dapat dijadikan sebagai dasar penilaian kinerja keuangan perusahaan. Faktor-faktor yang dapat dijadikan alat prediksi dalam kebijakan dividen perusahaan diantaranya posisi likuiditas, solvabilitas, tingkat profitabilitas,

collateralizable assets, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, dan kepemilikan manajerial.

Kepemilikan manajerial, kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen yang berperan aktif dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris. Kebijakan ini dapat mengurangi *agency conflict* dengan pemegang saham karena manajemen juga menjadi pemilik perusahaan. Semakin tinggi tingkat kepemilikan saham maka manajemen akan membagikan dividen dalam jumlah besar. Kepemilikan manajerial diprosikan oleh persentase kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris dibanding jumlah lembar saham yang beredar. Nuringsih (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Dewi (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Wati dan Darmayanti (2013) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Hutang diprosikan dengan *debt to total asset ratio* yaitu rasio utang terhadap total aset yang dimiliki perusahaan. Semakin besar jumlah kewajiban jangka panjang suatu perusahaan akan berdampak terhadap semakin berkurangnya laba bersih yang digunakan untuk membayar dividen karena diprioritaskan untuk membayar pokok dan biaya bunga pinjaman. Rice dan Sulia (2014) dan Sulistyowati *et al* (2014) menunjukkan bahwa *debt to total asset ratio* signifikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Santoso dan Prastiwi (2012) menunjukkan bahwa *debt to total asset ratio* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Likuiditas, mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban lancarnya, diantaranya dividen tunai. Oleh karena dividen merupakan *cash outflow*, maka semakin kuat posisi likuiditas perusahaan akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen tunai. Likuiditas diprosikan oleh *quick ratio* yaitu rasio aset lancar setelah dikurangi persediaan terhadap utang lancar. Amyas *et al* (2014) menunjukkan bahwa *quick ratio* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sandy dan Asyik (2013) menunjukkan bahwa *quick ratio* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Collateralizable assets adalah aset yang dapat dijaminkan kepada kreditur untuk menjamin pinjaman perusahaan. *Collateralizable assets* diprosikan dengan presentase aset tetap terhadap total aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang memiliki lebih banyak aset yang bersifat *collateral* akan lebih mudah memperoleh pinjaman dengan menjaminkan aset tetap yang dimilikinya seperti tanah dan bangunan kepada kreditur. Hal ini mengakibatkan perusahaan memiliki jumlah utang yang semakin besar sehingga semakin berkurang pula laba bersih yang dapat dialokasikan untuk dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham karena lebih diprioritaskan untuk membayar bunga dan pokok pinjaman. Setiawan dan Yuyetta (2013) menunjukkan bahwa *collateralizable assets* signifikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Santoso dan Prastiwi (2012) menunjukkan bahwa *collateralizable assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Ukuran perusahaan, perusahaan besar yang sudah mapan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal untuk memperoleh dana yang lebih besar untuk digunakan dalam kegiatan operasi menghasilkan laba, sehingga mampu membayar dividen tunai. Ukuran perusahaan diprosikan oleh *natural log total asset*. Nurhayati (2012) dan Hardiatmo dan Daljono (2013) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan signifikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Nuringsih (2005) menunjukkan bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas, mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang nantinya akan dialokasikan untuk membayar dividen untuk pemegang saham. Sehingga semakin tinggi kinerja perusahaan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membagi dividen tunai. Profitabilitas diprosikan oleh *return on investment* yang mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanam dalam aset yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Amyas *et al* (2014) menunjukkan bahwa *return on investment* signifikan berpengaruh positif terhadap kebijakan

dividen. Sunarto dan Kartika (2003) menunjukkan bahwa *return on investment* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pertumbuhan perusahaan, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan dana yang lebih besar untuk membiayai aktivitas operasi, investasi, dan ekspansi usaha sehingga manajemen lebih memilih untuk menggunakan laba bersih yang diperoleh sebagai sumber pendanaan dibandingkan untuk dibagikan sebagai dividen tunai. Pertumbuhan perusahaan diproksikan oleh pertumbuhan dengan perubahan total aset perusahaan tahun ini dibanding tahun sebelumnya. Rice dan Sulia (2014) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan signifikan berpengaruh positif terhadap dividen tunai. Santoso dan Prastiwi (2012) dan Hardiatmo dan Daljono (2013) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kembali hipotesis penelitian sebelumnya, yaitu pengaruh variabel kepemilikan manajerial, *debt to total asset ratio*, *quick ratio*, *collateralizable assets*, ukuran perusahaan, *return on investment*, dan pertumbuhan perusahaan secara simultan dan parsial terhadap kebijakan dividen.

Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi dipilih sebagai obyek penelitian karena memiliki rata-rata *debt to equity ratio* terendah pada tahun 2014 sebesar 0,30 dibanding subsektor perusahaan manufaktur lainnya, yaitu subsektor industri dasar dan kimia sebesar 1,68 dan subsektor aneka industri sebesar 1,11.

Rasio *debt to equity* yang rendah menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan industri barang konsumsi lebih banyak menggunakan pendanaan internal yaitu laba ditahan, dibandingkan dengan utang. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan industri barang konsumsi memiliki kemampuan menghasilkan laba yang baik sehingga diharapkan mampu membagikan dividen tunai. Jika perusahaan yang termasuk dalam subsektor industri barang konsumsi menerapkan *pecking order theory*, maka dividen tunai yang dibagikan kecil karena perusahaan mengutamakan untuk menahan labanya sebagai pendanaan internal. Sebaliknya, perusahaan akan membagikan dividen dalam jumlah besar jika tidak menerapkan *pecking order theory*.

TINJAUAN TEORETIS DAN HIPOTESIS

Kebijakan Dividen

Ada tiga pendapat yang bertentangan mengenai kebijakan dividen, yaitu (1) dividen dibagikan sebesar-besarnya, (2) dividen tidak relevan, dan (3) dividen dibagikan sekecil-kecilnya.

Dividen Dibagikan Sebesar-Besarnya

Argumen ini berdasar teori *bird in the hand* yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (1962) dalam Darminto (2008:91), bahwa tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor akan meningkat sebagai akibat penurunan pembayaran dividen. Investor merasa lebih aman untuk memperoleh pendapatan berupa dividen daripada *capital gain* karena risiko lebih kecil. Oleh karena itu para investor akan lebih menyukai perusahaan yang membagikan dividen yang besar. Dengan meningkatkan dividen, maka harga saham akan meningkat.

Nuringsih (2005:105) menjelaskan jika perusahaan membagi dividen sebesar-besarnya maka berarti semua laba harus dibagikan sebagai dividen. Hal tersebut tentu saja tidak benar karena perusahaan akan memiliki sumber dana internal yang relatif rendah dan selanjutnya akan membengkakkan rasio utang. Pembayaran dividen yang besar dapat didanai dari utang walaupun secara teoritis tindakan tersebut tidak tepat. Seharusnya dividen dibayarkan berdasarkan laba bersih yang sudah dipotong pembayaran bunga, pajak, dan dividen saham preferen. Walaupun demikian, keputusan ini dapat ditindaklanjuti pihak eksternal sebagai informasi yang bagus sehingga berdampak pada peningkatan harga saham.

Dividen Tidak Relevan

Pendapat ini berdasar teori *irrelevant dividend* yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1961) dalam Darminto (2008:90-91), bahwa pembayaran dividen tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham. Nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari tingkat risiko bisnisnya atau keputusan investasi. Teori *irrelevant dividend* berdasar asumsi (a) tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan, (b) tidak ada biaya emisi (*flotation cost*) dan biaya transaksi, (c) preferensi investor atas dividen dan *capital gain* tidak berbeda, (d) kebijakan investasi perusahaan tidak tergantung pada kebijakan dividennya, dan (e) investor dan manajemen mempunyai informasi yang sama tentang kesempatan investasi di masa mendatang.

Modigliani dan Miller (1961) dalam Darminto (2008:90-91) berpendapat bahwa pembayaran dividen yang berpengaruh dalam arah yang sama terhadap harga saham bukan diakibatkan oleh dividen itu sendiri tetapi lebih disebabkan oleh isi informasional (*informational content*) dividen dengan tanggapan untuk laba di masa mendatang. Suatu perubahan dalam dividen (naik atau turun) dipandang sebagai suatu sinyal bahwa manajemen mengharapkan laba di masa mendatang mengubah dalam arah yang sama. Peningkatan pembayaran dividen dipandang sebagai sinyal positif yang dapat menyebabkan harga saham naik, dan terjadi penurunan dalam pembayaran dividen merupakan sinyal negatif yang menyebabkan harga saham turun.

Dividen Dibagikan Sekecil-Kecilnya

Argumen ini berdasar teori *tax preferences* yang dikemukakan oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979) dalam Darminto (2008:91). Pendukung pendapat ini mendasarkan diri pada tidak adanya pasar yang sempurna dan efisien. Dengan adanya pajak maka investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen karena *capital gain* dapat menunda pembayaran pajak, dimana pajak atas *capital gain* baru akan dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas dividen harus dibayarkan setiap tahun setelah pembayaran dividen. Selain itu adanya perbedaan pajak antara dividen dan *capital gain* yaitu pajak dividen lebih tinggi daripada pajak *capital gain* akan semakin mendorong investor untuk menginvestasikan keuntungannya dariada menerima dividen karena jika perusahaan membagikan dividen sekecil-kecilnya maka hal itu akan bias lebih menghemat pajak.

Menurut Nuringsih (2005:105) bila perusahaan menerapkan konsep ini maka perusahaan diuntungkan karena memiliki sumber dana internal yang besar sehingga dapat menunda menggunakan utang atau emisi saham baru. Perusahaan menetapkan dividen rendah karena sebagian besar laba dialokasikan sebagai *retained earning* sehingga berpeluang memiliki sumber dana internal yang relatif lebih murah daripada alternatif sumber dana lain untuk mendanai ekspansi. Namun, pihak luar akan menyikapi sebagai *performance* dan *profitability* yang buruk sehingga berdampak pada menurunnya harga saham.

Agency Theory

Agency theory muncul karena adanya pemisahan fungsi antara pemilik dengan pengelola, hal ini dikarenakan dewasa ini kebutuhan modal perusahaan tidak dapat lagi disediakan hanya oleh satu pemilik. Perusahaan-perusahaan modern yang besar tidak dapat lagi memenuhi kebutuhan modalnya hanya dari satu pemilik, akibatnya mereka akan mengundang pihak lain untuk menanamkan modal pada perusahaan, hal ini akan berakibat pada pemisahan wewenang perusahaan, antara pemilik dan pengelola.

Agency Conflict

Dalam manajemen keuangan salah satu tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, untuk itu manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi sering kali terjadi konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen. Hatta dan Magdalena (2010:32) menjelaskan konflik yang disebabkan oleh pemisahan kepemilikan dan

pengendalian perusahaan disebut konflik keagenan (*agency conflict*), diantaranya adalah konflik antara pemegang saham dengan manajemen dalam pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana serta bagaimana dana tersebut diinvestasikan dan konflik antara pemegang saham dengan kreditur karena kreditur akan dirugikan jika perusahaan mengambil proyek yang terlalu berisiko yang akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Menurut teori keagenan dari Jensen dan Meckling (1976) dalam Ahmad dan Septriani (2008:49), permasalahan keagenan ditandai dengan adanya perbedaan kepentingan dan informasi yang tidak lengkap (*asymmetry information*) di antara pemilik perusahaan dengan agen. Sebagai hasilnya akan timbul biaya keagenan (*agency cost*).

Agency Cost

Agency cost adalah biaya yang dikeluarkan agar pihak yang diberi wewenang dapat bertindak sesuai keinginan pemilik yang meliputi *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual loss* (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Ahmad dan Septriani, 2008:49).

- a. *Monitoring cost* adalah biaya yang ditanggung oleh perusahaan untuk memonitor perilaku agen, yaitu untuk mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku agen. Contoh biaya ini adalah biaya audit dan premi asuransi untuk melindungi aset perusahaan.
- b. *Bonding cost* adalah biaya yang ditanggung oleh perusahaan untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa manajer bertindak untuk kepentingan pemilik. Misalnya biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menyediakan laporan keuangan kepada pemegang saham.
- c. *Residual loss* adalah biaya yang ditanggung perusahaan yang timbul akibat adanya perbedaan antara keputusan yang diambil oleh manajer dengan keputusan yang seharusnya memaksimalkan kepentingan pemilik. Contohnya biaya untuk perjalanan dinas, akomodasi kelas satu, dan mobil dinas mewah.

Mekanisme Mengurangi Agency Cost

Ahmad dan Septriani (2008:50-51) menjelaskan terdapat beberapa mekanisme untuk mengurangi *agency cost*, yaitu:

- a. Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen
Perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dengan peningkatan persentase kepemilikan, manajer termotivasi meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham.
- b. Adanya kepemilikan institusional sebagai *monitoring agent*
Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai proporsi kepemilikan saham pada akhir tahun yang dimiliki oleh lembaga seperti perbankan, asuransi, atau institusi lain. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajer diawasi secara optimal dan terhindar dari perilaku oportunistik. Dengan melibatkan kepemilikan institusional, manajer bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham sehingga mengurangi biaya keagenan. *Monitoring agent* memainkan peranan secara aktif dan konsisten di dalam melindungi investasi saham yang mereka pertaruhkan di dalam perusahaan.
- c. Meningkatkan pendanaan melalui utang
Peningkatan utang dalam struktur modal mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang. Sebagai konsekuensinya dari kebijakan ini perusahaan menghadapi biaya keagenan utang dan risiko kebangkrutan.

d. Meningkatkan *dividend payout ratio*

Peningkatan dividen diharapkan dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan *dividend payout ratio* besar menyebabkan rasio laba ditahan kecil dan perusahaan menambah dana dari sumber eksternal, seperti emisi saham baru. Penambahan dana menyebabkan kinerja manajer dimonitor oleh bursa, komisi sekuritas, dan penyedia dana baru. Pengawasan kinerja menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengurangi biaya keagenan.

Pecking Order Theory

Meyers dan Majluf (1984) dalam Nuswandari (2013:95) menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai *internal financing* yaitu pendanaan dari hasil operasi perusahaan yang berwujud laba ditahan. Apabila diperlukan pendanaan eksternal maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas paling aman terlebih dahulu yaitu dimulai penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi, baru akhirnya apabila masih belum mencukupi akan menerbitkan saham baru. Jadi urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *pecking order theory* adalah *internal fund*, *debt*, dan *equity*.

Dana internal lebih disukai dari dana eksternal karena dana internal memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu membuka diri lagi dari sorotan pemodal luar. Di samping itu pengaruh asimetri informasi dan biaya penerbitan saham cenderung mendorong perilaku *pecking order*. *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan yang sangat menguntungkan pada umumnya mempunyai utang yang lebih sedikit. Hal ini terjadi bukan karena perusahaan tersebut mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi disebabkan karena perusahaan memang tidak membutuhkan dana dari pihak eksternal.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen yang berperan aktif dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris. Kepemilikan manajerial diketahui melalui proporsi saham yang dimiliki direksi dan manajer terhadap total saham yang beredar. Kepemilikan manajerial merupakan salah satu cara untuk mengatasi masalah keagenan yang terjadi di perusahaan. Kepemilikan manajerial merupakan *bonding mechanism* yaitu suatu cara untuk mengontrol tindakan manajemen agar sesuai dengan kepentingan pemegang saham dengan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham.

Dengan meningkatnya kepemilikan manajerial maka manajer akan memiliki motivasi lebih untuk meningkatkan kinerjanya sehingga berdampak baik kepada kinerja perusahaan dan dapat memenuhi keinginan pemegang saham. Kinerja perusahaan yang baik akan berpengaruh kepada dividen yang dibagikan kepada pemegang saham disebabkan laba bersih tahun berjalan yang dijadikan sebagai dasar pembagian dividen. Manajer yang memiliki saham di perusahaan turut menikmati peningkatan dividen tersebut, sehingga disimpulkan kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif terhadap kebijakan dividen tunai. Nuringsih (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Dewi (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Wati dan Darmayanti (2013) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*)

Pengaruh Debt to Total Asset Ratio Terhadap Kebijakan Dividen

Debt to total asset ratio merupakan rasio utang terhadap total aset yang dimiliki perusahaan. Rasio ini mengukur seberapa besar aset perusahaan yang diperoleh dengan

utang, dimana semakin tinggi nilai rasio ini menggambarkan gejala yang kurang baik bagi perusahaan.

Ada persamaan antara liabilitas jangka pendek dengan *cash dividend*, yaitu sama-sama membutuhkan uang kas. Namun dalam hal ini karena liabilitas jangka pendek merupakan kewajiban yang harus dipenuhi perusahaan, maka jika pada saat yang sama dibutuhkan uang kas untuk membayar liabilitas jangka pendek dan untuk membagi dividen tunai, maka yang diprioritaskan adalah uang kas untuk pembayaran liabilitas jangka pendek. Hal ini dilakukan karena manajemen bertujuan untuk mengurangi tingkat ketergantungan terhadap sumber pendanaan eksternal yang berasal dari utang. Sesuai pula dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa manajemen memilih sumber pendanaan berdasarkan urutan risiko. Manajemen lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan utang dan menerbitkan saham baru.

Dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, semakin tinggi *debt to total asset ratio* menunjukkan menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya bunga pinjaman yang harus dibayar oleh perusahaan. Dengan demikian semakin meningkatnya *debt to total asset ratio*, maka hal tersebut berdampak terhadap semakin berkurang laba bersih yang tersedia untuk dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham karena pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan utang terlebih dahulu daripada pembagian dividen. Dapat disimpulkan bahwa antara *cash dividend* dengan *debt to total asset ratio* mempunyai hubungan yang negatif. Rice dan Sulia (2014) dan Sulistyowati *et al* (2014) menunjukkan bahwa *debt to total asset ratio* signifikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Santoso dan Prastiwi (2012) menunjukkan bahwa *debt to total asset ratio* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H₂: *Debt to total assets ratio* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*)

Pengaruh Quick Ratio Terhadap Kebijakan Dividen

Quick ratio merupakan salah satu ukuran dari rasio likuiditas (*liquidity ratio*) yang membandingkan antara aset lancar setelah dikurangi persediaan terhadap utang lancar. Rasio ini menunjukkan kemampuan aset lancar yang paling likuid mampu menutupi utang lancar. Rasio ini bisa digunakan untuk mengukur tingkat keamanan kreditur jangka pendek, serta mengukur apakah operasi perusahaan tidak akan terganggu bila liabilitas jangka pendek segera ditagih. Dalam kaitan dengan kebijakan dividen, nilai *quick ratio* yang tinggi menunjukkan bahwa uang kas yang digunakan untuk membayar liabilitas jangka pendek masih dapat dipenuhi perusahaan dengan baik dan masih ada sisa untuk dibagi kepada investor sebagai *cash dividend*. Berkaitan dengan itu maka diperkirakan *cash ratio* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Amyas *et al* (2014) menunjukkan bahwa *quick ratio* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sandy dan Asyik (2013) menunjukkan bahwa *quick rati* otidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H₃: *Quick ratio* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*)

Pengaruh Collateralizable Assets Terhadap Kebijakan Dividen

Collateralizable assets adalah aset yang dapat dijaminkan kepada kreditur untuk menjamin pinjaman perusahaan. *Collateralizable assets* diukur dengan proporsi aset tetap terhadap total aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang memiliki lebih banyak aset yang bersifat *collateral* memiliki *agency problem* yang lebih kecil dengan kreditur karena aset tersebut dapat berfungsi sebagai jaminan utang. Sehingga perusahaan akan lebih mudah memperoleh pinjaman dengan menjaminkan aset tetap yang dimilikinya kepada kreditur.

Hal ini mengakibatkan perusahaan memiliki jumlah utang yang semakin besar sehingga semakin berkurang pula laba bersih yang dapat dialokasikan untuk dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham karena lebih diprioritaskan untuk membayar bunga dan pokok pinjaman. Sehingga dapat disimpulkan *collateralizable assets* memiliki

hubungan negatif dengan kebijakan dividen. Setiawan dan Yuyetta (2013) menunjukkan bahwa *collateralizable assets* signifikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Santoso dan Prastiwi (2012) menunjukkan bahwa *collateralizable assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H₄: *Collateralizable assets* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*)

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Salah satu indikator yang dapat digunakan untuk melihat ukuran perusahaan adalah total aset yang dimiliki. Perusahaan besar dapat mengakses ke pasar modal dengan lebih mudah jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Perusahaan dengan ukuran besar akan mampu mendapatkan dana dalam waktu yang relatif cepat sehingga diharapkan dapat membayar dividen kepada para pemegang saham.

Perusahaan besar cenderung membagi dividen dalam jumlah besar untuk menjaga reputasi perusahaan di mata investor. Sedangkan perusahaan kecil membagi dividen yang rendah karena laba dialokasikan pada laba ditahan yang digunakan untuk menambah aset. Sehingga dapat disimpulkan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dengan kebijakan dividen. Nurhayati (2012) dan Hardiatmo dan Daljono (2013) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan signifikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Nuringasih (2005) menunjukkan bahwa *firm size* memiliki pengaruh positif namun tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H₅: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*)

Pengaruh Return on Investment Terhadap Kebijakan Dividen

Analisa *Return on investment* ini merupakan teknik analisa yang lazim digunakan oleh pimpinan perusahaan untuk mengukur efektivitas dari keseluruhan operasi perusahaan. *Return on investment* itu sendiri merupakan salah satu bentuk dari rasio profitabilitas yang dimaksudkan untuk dapat mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanam dalam aset yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Dengan demikian rasio ini menghubungkan keuntungan yang diperoleh dari operasi perusahaan (*net operating income*) dengan jumlah investasi atau aset yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan operasi tersebut (*net operating asset*).

Semakin besar *return on investment* menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat kembalian investasi (*return*) semakin besar. Seperti diuraikan sebelumnya, bahwa *return* yang diterima oleh investor berupa pendapatan dividen dan *capital gain*. Dengan demikian meningkatnya *return on investment* juga akan meningkatkan pendapatan dividen. Amyas et al (2014) menunjukkan bahwa *return on investment* signifikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sunarto dan Kartika (2003) menunjukkan bahwa *return on investment* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H₆: *Return on investment* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*)

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Kebutuhan dana perusahaan meningkat seiring dengan tingginya tingkat pertumbuhan perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan dana lebih besar dibanding perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah. Kebutuhan dana yang besar itu disebabkan karena perusahaan membutuhkan dana lebih untuk membiayai aktivitas investasi, proyek-proyek perusahaan dan ekspansi usahanya. Pertumbuhan perusahaan dapat diproksikan dengan perubahan penjualan perusahaan tahun ini dibanding tahun sebelumnya.

Sejalan dengan *pecking order theory*, perusahaan akan menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu untuk membiayai pertumbuhannya tersebut. Pendanaan internal

perusahaan bersumber dari laba ditahan, sehingga semakin besar laba yang ditahan berarti akan semakin kecil porsi laba yang dibagikan sebagai dividen. Dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan negatif dengan kebijakan dividen.

Rice dan Sulia (2014) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan signifikan berpengaruh positif terhadap dividen tunai. Santoso dan Prastiwi (2012) dan Hardiatmo dan Daljono (2013) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H₇: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*)

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang bergerak pada sektor industri barang konsumsi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2006-2014. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian, yaitu 2006-2014, (2) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang telah menyampaikan laporan keuangan per 31 Desember secara rutin selama sembilan tahun sesuai dengan periode penelitian yang diperlukan yaitu 2006-2014, (3) Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang membagi dividen tunai selama tahun penelitian yaitu tahun 2006-2014.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel Independen

a. Kepemilikan Manajerial (KMA)

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen yang ikut aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan. Menurut Dewi (2008) kepemilikan manajerial menggunakan variabel *dummy* untuk menunjukkan ada tidaknya kepemilikan manajerial, dengan ketentuan D=1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dan D=0 untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial.

b. Debt to Total Asset Ratio (DTA)

Debt to total asset ratio digunakan untuk mengukur besar proporsi utang yang digunakan perusahaan untuk membeli aset. Menurut Sulistyowati *et al* (2014), *debt to total asset ratio* dihitung menggunakan rumus:

$$\text{Debt to Total Asset Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

c. Quick Ratio (QUI)

Quick Ratio digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi utang lancarnya menggunakan aset lancar yang dimiliki setelah dikurangi persediaan. Menurut Amyas, *et al* (2014), *quick ratio* dihitung menggunakan rumus:

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Aset Lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Liabilitas Lancar}}$$

d. Collateralizable Assets (COL)

Collateralizable assets menunjukkan jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan utang. Menurut Setiawan dan Yuyetta (2013), *collateralizable assets* dihitung menggunakan rumus:

$$\text{Collateralizable Assets} = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

e. Ukuran Perusahaan (SIZ)

Ukuran perusahaan didefinisi sebagai cerminan besar kecil perusahaan. Menurut Nurhayati (2012), ukuran perusahaan dihitung menggunakan rumus:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln TA$$

f. Return on Investment (ROI)

Return on Investment digunakan untuk mengukur tingkat keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan dari seluruh investasi yang telah dilakukan. Menurut Sunarto dan Kartika (2003), return on investment dihitung menggunakan rumus:

$$\text{Return on Investment} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

g. Pertumbuhan Perusahaan (GRW)

Pertumbuhan perusahaan menunjukkan perubahan (peningkatan atau penurunan) penjualan yang dicapai perusahaan. Menurut Santoso dan Prastiwi (2012), pertumbuhan perusahaan dihitung dengan rumus:

$$\text{Pertumbuhan} = \frac{\text{Total Penjualan}_n - \text{Total Penjualan}_{n-1}}{\text{Total Penjualan}_{n-1}}$$

Variabel Dependen*Dividend Payout Ratio (DPR)*

Dividend payout ratio merupakan persentase dari pendapatan yang akan dibayar kepada pemegang saham sebagai *cash dividend* (Riyanto, 2004 dalam Amyas *et al*, 2014). Menurut Hardiatmo dan Daljono (2013), *dividend payout ratio* dihitung menggunakan rumus:

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Dividen per Lembar Saham}}{\text{Laba per Lembar Saham}}$$

Pengujian Hipotesis

Perumusan model regresi linier berganda dalam penelitian ini adalah:

$$\text{DPR} = a + b_1\text{KMA} + b_2\text{DTA} + b_3\text{QUI} + b_4\text{COL} + b_5\text{SIZ} + b_6\text{ROI} + b_7\text{GRW} + e$$

Keterangan:

a	= Konstanta
b _{1,2,3,4,5,6,7}	= Koefisien regresi
DPR	= <i>Dividend payout ratio</i>
KMA	= Kepemilikan manajerial
DTA	= <i>Debt to total assets ratio</i>
QUI	= <i>Quick ratio</i>
COL	= <i>Collateralizable assets</i>
SIZ	= Ukuran perusahaan
ROI	= <i>Return on investment</i>
GRW	= Pertumbuhan penjualan
e	= Variabel pengganggu

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**Pemilihan Sampel Penelitian**

Dalam penelitian ini objek yang digunakan adalah perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar dan masih aktif di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2006 sampai dengan tahun 2014. Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, maka sampel yang digunakan dalam penelitian adalah:

Tabel 1
Prosedur Pemilihan Sampel

Keterangan	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Jumlah Sampel LK
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	133	135	135	131	133	136	137	140	142	
Perusahaan manufaktur non-industri barang konsumsi	(97)	(100)	(101)	(99)	(99)	(102)	(101)	(103)	(105)	
Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi	36	35	34	32	34	34	36	37	37	
Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang tidak rutin menyampaikan laporan keuangan per 31 Desember	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	
Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang rutin menyampaikan laporan keuangan per 31 Desember	36	35	34	32	34	34	36	37	37	
Perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang tidak membagi <i>cash dividend</i>	(18)	(18)	(17)	(16)	(17)	(16)	(17)	(16)	(18)	
Jumlah sampel akhir	18	17	17	16	17	18	19	21	19	162

Sumber: ICMD (2006-2014)

Pada tabel pemilihan sampel tersebut, peneliti menggunakan sampel sebanyak 162 laporan keuangan periode tahun 2006 sampai dengan 2014. Dengan menggunakan metode *purposive sampling* dalam proses seleksi pemilihan sampel, maka jumlah sampel yang digunakan berbeda di setiap tahunnya. Perusahaan industri barang konsumsi yang terpilih menjadi sampel penelitian sebanyak 162 perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Statistik Deskriptif

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian yaitu *dividend payout ratio*, kepemilikan manajerial, *debt to total assets*, *quick ratio*, *collateralizable asset*, ukuran perusahaan, *return on investment*, dan pertumbuhan perusahaan.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	162	.05	1.42	.52	.30
KMA	162	0	1	.52	.501
DTA	162	.07	.89	.36	.18
QUI	162	.15	10.21	2.37	2.04
COL	162	.08	.78	.29	.13
SIZ	162	24.78	32.08	28.59	1.59
ROI	162	.02	.65	.16	.12
GRW	162	-.27	1.27	.16	.18
Valid N (listwise)	162				

Sumber: Output Hasil Analisa SPSS

Dividend payout ratio (DPR) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,52. Nilai maksimum sebesar 1,42 dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk pada tahun 2008 dengan nilai dividen per lembar tunai Rp 15.000,- dibagi laba per lembar sebesar Rp 10.551,- sehingga diperoleh nilai 1,42. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan membagikan dividen sebesar 142% dari laba yang dihasilkan. PT Multi Bintang Indonesia Tbk membagikan dividen tunai lebih besar dari laba bersih yang dihasilkan pada tahun 2008. Hal ini disebabkan karena perusahaan masih memiliki saldo laba periode tahun 2007 sebesar Rp 98.995.000.000,- yang dapat dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Sedangkan nilai minimumnya sebesar 0,05 yang dimiliki oleh PT Ultra Jaya Milk Tbk pada tahun 2008 dengan dividen per lembar tunai Rp 5,- dibagi laba per lembar sebesar Rp 105,- sehingga diperoleh nilai 0,05 yang berarti perusahaan memiliki kemampuan sebesar 5% dari laba yang dihasilkan.

Kepemilikan manajerial (KMA) merupakan variabel *dummy* memiliki nilai rata-rata 0,52. Nilai maksimum sebesar 1 menunjukkan perusahaan yang direktur dan komisarisnya memiliki saham dalam perusahaan. Perusahaan yang terdapat kepemilikan manajerial sebanyak 85 perusahaan, diantaranya PT Gudang Garam Tbk, PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Kimia Farma (Persero) Tbk, PT Kalbe Farma, dan PT Sekar Laut Tbk. Sedangkan nilai minimumnya sebesar 0 menunjukkan perusahaan yang direktur dan komisarisnya tidak memiliki saham dalam perusahaan. Perusahaan yang terdapat kepemilikan manajerial sebanyak 85 perusahaan, diantaranya PT Delta Jakarta Tbk, PT H.M Sampoerna Tbk, PT Merck Tbk, PT Multi Bintang Indonesia Tbk, dan PT Mustika Ratu Tbk.

Debt to total asset ratio (DTA) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,36. Nilai maksimum sebesar 0,89 dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk pada tahun 2009 dengan nilai total utang Rp 888.122.000.000,- dibagi total aset sebesar Rp 993.465.000.000,- sehingga diperoleh nilai 0,89. Hasil tersebut menunjukkan penggunaan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan sebesar 89%, sedangkan yang berasal dari modal sendiri hanya sebesar Rp 105.211.000.000,- atau 11%. Sedangkan nilai minimumnya sebesar 0,07 yang dimiliki oleh PT Mandom Indonesia Tbk pada tahun 2007 dengan nilai total utang Rp 51.556.836.304,- dibagi total aset sebesar Rp 725.197.057.770,- dan PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk pada tahun 2014 dengan nilai total utang Rp 186.740.000.000,- dibagi total aset sebesar Rp 2.821.399.000.000,- sehingga diperoleh nilai 0,07 yang berarti perusahaan menggunakan utang untuk membiayai asetnya sebesar 7%.

Quick ratio (QUI) memiliki nilai rata-rata sebesar 2,37. Nilai maksimum sebesar 10,21 dimiliki oleh PT Mandom Indonesia Tbk pada tahun 2007 dengan total aset dikurangi persediaan Rp 229.914.890.084,- dibagi utang lancar sebesar Rp 22.506.913.489,- sehingga diperoleh nilai 10,21. Hasil tersebut menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melunasi

utang lancarnya menggunakan aset lancar dikurangi persediaan adalah 1021%. Hal ini disebabkan karena adanya penurunan jumlah kewajiban lancar pada tahun 2007 menjadi Rp 22.506.913.489,- yang sebelumnya sebesar Rp 40.382.304.571,- pada tahun 2006. Penurunan ini disebabkan karena adanya pembayaran utang usaha dan biaya yang masih harus dibayarkan kepada pihak yang mempunyai hubungan istimewa. Selain itu jumlah aktiva lancar perusahaan juga mengalami peningkatan yang berasal dari penerimaan kas dan setara kas tahun 2006 Rp 32.410.888.034 menjadi Rp 104.859.857.682,- pada tahun 2007. Sedangkan nilai minimumnya sebesar 0,15 yang dimiliki oleh PT Gudang Garam Tbk pada tahun 2014 dengan total aset dikurangi persediaan Rp 3.793.273.000.000,- dibagi utang lancar sebesar Rp 23.783.134.000.000,- sehingga diperoleh nilai 0,15 yang berarti kemampuan perusahaan melunasi utang lancarnya menggunakan aset lancar dikurangi persediaan sebesar 15%.

Collateralizable assets (COL) yang diukur dengan jumlah aset tetap dibagi dengan total aset yang dimiliki perusahaan memiliki nilai rata-rata sebesar 0,29. Nilai maksimum sebesar 0,78 dimiliki oleh PT Nippon Indosari Tbk pada tahun 2014 dengan aset tetap Rp 1.679.981.658.119,- dibagi total aset Rp 2.142.894.276.216,- sehingga diperoleh nilai 0,78. Hasil tersebut menunjukkan proporsi aset tetap yang dimiliki perusahaan sebesar 78% dari total asetnya. Sedangkan nilai minimumnya sebesar 0,08 yang dimiliki oleh PT Merck Tbk pada tahun 2013 dengan aset tetap Rp 61.626.794.000,- dibagi total aset Rp 696.946.318.000,- sehingga diperoleh nilai 0,08. Hasil tersebut menunjukkan proporsi aset tetap yang dimiliki perusahaan sebesar 8% dari total asetnya.

Ukuran perusahaan (SIZ) yang diukur dengan logaritma natural dari total aset perusahaan memiliki nilai rata-rata sebesar 28,59. Nilai maksimum sebesar 32,08 dimiliki oleh PT Indofood Sukses Makmur Tbk pada tahun 2014 dengan jumlah total aset Rp 85.938.885.000.000,- yang ditransformasikan dengan logaritma natural sehingga diperoleh nilai 32,08. Sedangkan nilai minimumnya sebesar 24,78 dimiliki oleh PT Delta Djakarta Tbk pada tahun 2006, dengan jumlah total aset Rp 577.411.403.000,- yang ditransformasikan dengan logaritma natural sehingga diperoleh nilai 24,78.

Return on Investment (ROI) yang diukur dengan laba bersih setelah pajak dibagi total aset memiliki nilai rata-rata sebesar 0,16. Nilai maksimum sebesar 0,65 dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk pada tahun 2013 dengan laba bersih setelah pajak Rp 1.524.924.000.000,- dibagi total aset Rp 1.782.148.000.000,- sehingga diperoleh nilai 0,65. Hasil tersebut menunjukkan tingkat keuntungan yang dihasilkan perusahaan dari seluruh investasi yang dilakukan adalah sebesar 65%. Hal ini berarti 65% dari laba bersih setelah pajak yang dihasilkan perusahaan pada tahun 2013 yaitu sebesar Rp 991.200.600.000,- diperoleh dari hasil investasi dalam bentuk aset, baik aset lancar dan aset tidak lancar yang digunakan untuk kegiatan operasi. Pada tahun 2013 laba bersih yang diperoleh perusahaan mengalami peningkatan disebabkan karena terjadi peningkatan penjualan menjadi Rp 3.561.989.000,- dari penjualan tahun 2012 Rp 1.566.984.000,-. Sehingga dari sisi total aset, juga terjadi peningkatan kas dan piutang usaha menjadi Rp 471.318.000,- dari jumlah kas dan piutang tahun 2012 Rp 265.934.000,-. Selain itu juga terjadi peningkatan pada aset tetapnya yang mendukung kegiatan operasi perusahaan menjadi Rp 1.009.836.000,- dari jumlah aset tetap tahun 2012 Rp 652.832.000,-. Sedangkan nilai minimumnya sebesar 0,02 dimiliki oleh PT Tunas Baru Lampung Tbk pada tahun 2006 dengan laba bersih setelah pajak Rp 52.884.100.000,- dibagi total aset Rp 2.049.162.958.000,- dan PT Sekar Laut Tbk pada tahun 2011 dengan laba bersih setelah pajak Rp 4.833.531.934,- dibagi total aset Rp 199.375.442.469,- sehingga diperoleh nilai 0,02. Hasil tersebut menunjukkan tingkat keuntungan yang dihasilkan perusahaan dari seluruh investasi yang dilakukan adalah sebesar 2%.

Pertumbuhan perusahaan (GRW) yang diukur dengan prosentase kenaikan dan penurunan penjualan dari satu periode ke periode berikutnya memiliki nilai rata-rata sebesar 0,16. Nilai maksimum sebesar 1,27 dimiliki oleh PT Multi Bintang Indonesia Tbk pada tahun 2013 dengan penjualan (pendapatan) sebesar Rp 3.561.989.000.000,- dikurangi penjualan (pendapatan) tahun 2012 senilai Rp 1.566.984.000.000,- dibagi penjualan (pendapatan) tahun 2012 sebesar sehingga diperoleh nilai 1,27. Hasil tersebut menunjukkan

adanya peningkatan penjualan perusahaan sebesar 127% dibanding penjualan tahun 2012. Sedangkan nilai minimumnya sebesar -0.27 dimiliki oleh PT Bristol-Myers Squibb Indonesia Tbk pada tahun 2010 dengan penjualan (pendapatan) sebesar Rp 305.251.481.000,- dikurangi penjualan (pendapatan) tahun 2009 senilai Rp 419.694.892.000,- dibagi penjualan (pendapatan) tahun 2009 sehingga diperoleh nilai -0,27. Hasil tersebut menunjukkan penurunan penjualan perusahaan sebesar 27% dibanding penjualan tahun 2009. Penjualan PT Bristol-Myers Squibb Indonesia Tbk pada tahun 2010 mengalami penurunan disebabkan karena menurunnya penjualan kepada pihak ketiga yaitu PT Parazelsus Indonesia sebesar Rp 177.814.588.000,- dari penjualan tahun 2009 Rp 393.220.728.000,- menjadi Rp 215.406.140.000,-. Sedangkan penjualan kepada pihak yang mempunyai hubungan istimewa mengalami kenaikan sebesar Rp 63.371.177,- dari penjualan tahun 2009 Rp 26.474.164.000,- menjadi Rp 89.845.341.000,-.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Pengujian normalitas data diawali terlebih dahulu dengan melakukan *screening* data untuk membuang data ekstrim (*outlier*) yang berpotensi mengganggu hasil analisis. Data *oulier* yang dibuang adalah data yang memiliki z-score lebih dari ± 3 (Hardiatmo dan Daljono, 2013:6). Hasil *screening* menunjukkan bahwa ada lima variabel yang memiliki data ekstrim. Hal ini ditunjukkan dengan nilai z-score pada variabel-variabel tersebut yang lebih besar dari ± 3 . Untuk itu sebanyak 7 data ekstrim dikeluarkan, sehingga jumlah sampel penelitian menjadi 155 data. Serta dilakukan transformasi data pada variabel *quick ratio* (QUI) ke dalam bentuk *log* dan pertumbuhan perusahaan (GRW) ke dalam bentuk *square root* karena terdapat nilai pertumbuhan perusahaan bertanda minus. Hasil uji *normal probably plot* menunjukkan bahwa data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, sehingga asumsi normalitas dianggap terpenuhi.

Uji Multikolinearitas

Nilai VIF dari variabel kepemilikan manajerial, *debt to total asset*, *quick ratio*, *collateralizable assets*, ukuran perusahaan, *return on investment* dan pertumbuhan perusahaan lebih kecil dari 10. Demikian juga untuk nilai *tolerance* ketujuh variabel lebih besar dari 0,10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengindikasikan adanya multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat polagrafik scatterplot. Hasil dari grafik scatterplot membentuk titik-titik yang menyebar secara acak di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y. Hal ini menunjukkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Nilai *Durbin-Watson* sebesar 2,110 sedangkan nilai tabel *Durbin-Watson* dengan $n=155$, $K=7$ diperoleh nilai $dL=1,6441$ dan $dU=1,8325$, sehingga nilai $4-Du$ sebesar $4-1,8325=2,1675$. Karena nilai *Durbin-Watson* 2,110 terletak antara dU (1,8325) hingga $4-dU$ (2,1675), maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi masalah autokorelasi.

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis digunakan untuk menjawab hipotesis penelitian serta untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap kebijakan dividen.

Tabel 3
Analisis Regresi

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.837	.406		2.059	.041
	KMA	.009	.036	.015	.249	.803
	DTA	.287	.143	.168	2.010	.046
	QUI	.017	.060	.024	.281	.779
	COL	-.428	.139	-.192	-3.072	.003
	SIZ	-.010	.013	-.055	-.790	.431
	ROI	1.823	.138	.740	13.167	.000
	GRW	-.379	.161	-.129	-2.359	.020

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Output Hasil Analisa SPSS

Berdasarkan tabel 3 menjelaskan bahwa model regresi yang dapat dibentuk adalah sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,837 + 0,009\text{KMA} + 0,287\text{DTA} + 0,017\text{QUI} - 0,428\text{COL} - 0,010\text{SIZ} + 1,823\text{ROI} - 0,379\text{GRW} + e$$

Hasil perhitungan t hitung sebesar 0,009 dengan nilai signifikansi sebesar 0,803 lebih besar dari 0,05 (*level of significant*), artinya kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Jadi, hipotesis pertama ditolak. Hasil uji ini sesuai dengan penelitian Wati dan Darmayanti (2013). Namun hasil uji ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008) dan Nuringsih (2005).

Hasil perhitungan t hitung sebesar 0,287 dengan nilai signifikansi sebesar 0,046 lebih kecil dari 0,05 (*level of significant*), artinya *debt to total asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi hipotesis kedua ditolak karena t hitung bernilai positif sedangkan hipotesis kedua menyatakan bahwa *debt to total asset* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil uji ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rice dan Sulia (2014) dan Sulistyowati *et al* (2014). Akan tetapi tidak konsisten dengan penelitian dan Santoso dan Prastiwi (2012).

Hasil perhitungan t hitung sebesar 0,017 dengan nilai signifikansi sebesar 0,779 lebih besar dari 0,05 (*level of significant*), artinya *quick ratio* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hipotesis ketiga ditolak karena *quick ratio* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan hipotesis ketiga menyebutkan bahwa *quick ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil uji ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Sandy dan Asyik (2013). Akan tetapi tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Amyas *et al* (2014)

Hasil perhitungan t hitung sebesar -0,428 dengan nilai signifikansi sebesar 0,003 lebih kecil dari 0,05 (*level of significant*), artinya *collateralizable assets* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Jadi hipotesis keempat diterima. Hasil uji ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Setiawan dan Yuyetta (2013).

Hasil perhitungan t hitung sebesar -0,010 dengan nilai signifikansi sebesar 0,431 lebih besar dari 0,05 (*level of significant*), artinya ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Jadi hipotesis kelima ditolak karena t hitung tidak berpengaruh

sedangkan hipotesis kelima menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil uji ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Nuringasih (2005). Akan tetapi tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Hardiatmo dan Daljono (2013) dan Nurhayati (2012).

Hasil perhitungan t hitung sebesar 1,823 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 lebih kecil dari 0,05 (*level of significant*), artinya *return on investment* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Jadi hipotesis keenam diterima. Hasil uji ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Amyas *et al* (2014).

Hasil perhitungan t hitung sebesar -0,379 dengan nilai signifikansi sebesar 0,020 lebih kecil dari 0,05 (*level of significant*), artinya pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Jadi hipotesis ketujuh diterima. Hasil uji ini konsisten dengan penelitian oleh Rice dan Sulia (2014).

Goodness of Fit (Uji F) - Statistik

Uji F digunakan untuk menguji pengaruh variabel bebas yang terdiri atas kepemilikan manajerial, *debt to total asset*, *quick ratio*, *collateralizable assets*, ukuran perusahaan, *return on investment* dan pertumbuhan perusahaan secara bersama-sama terhadap kebijakan dividen dengan taraf signifikan 5%.

Tabel 4
Hasil Uji F

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.744	7	1.106	29.500	.000 ^a
	Residual	5.513	147	.038		
	Total	13.257	154			

a. Predictors: (Constant), GRW, SIZ, ROI, COL, KMA, DTA, QUI

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Output Hasil Analisa SPSS

Dari tabel 4 didapat tingkat signifikan nilai uji F hitung sebesar 29,500. Dengan menggunakan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Hasil perhitungan sig $0,000 < 0,05$ (*level of signifikan*), yang menunjukkan bahwa pengaruh variabel bebas yang terdiri atas kepemilikan manajerial, *debt to total asset*, *quick ratio*, *collateralizable assets*, ukuran perusahaan, *return on investment* dan pertumbuhan perusahaan secara simultan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil ini mengindikasikan bahwa naik turunnya kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia bergantung pada naik turunnya tingkat kepemilikan manajerial, *debt to total asset*, *quick ratio*, *collateralizable assets*, ukuran perusahaan, *return on investment* dan pertumbuhan perusahaan yang dimiliki oleh perusahaan-perusahaan tersebut. Selain itu, dapat disimpulkan bahwa model regresi layak untuk diuji.

Uji Koefisien Determinasi (R-square)

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen dalam model regresi dapat menjelaskan variasi data variabel dependen. Adapun model regresi dapat dilihat dalam tabel 5 berikut ini:

Tabel 5
Koefisien Determinasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.764 ^a	.584	.568	.19366	2.110

a. Predictors: (Constant), GRW, SIZ, ROI, COL, KMA, DTA, QUI
b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Output Hasil Analisa SPSS

Berdasarkan tabel koefisien determinasi, dapat diketahui nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,568 atau 56,8% yang menunjukkan kontribusi dari variabel bebas yang terdiri atas kepemilikan manajerial, *debt to total asset*, *quick ratio*, *collateralizable assets*, ukuran perusahaan, *return on investment* dan pertumbuhan perusahaan secara bersama-sama terhadap kebijakan dividen. Sedangkan sisanya (100% - 56,8% = 43,2%) dikontribusikan oleh faktor lainnya.

Koefisien korelasi berganda digunakan untuk mengukur keeratan hubungan secara simultan antar variabel bebas yang terdiri atas kepemilikan manajerial, *debt to total asset*, *quick ratio*, *collateralizable assets*, ukuran perusahaan, *return on investment* dan pertumbuhan perusahaan secara bersama-sama terhadap kebijakan dividen. Koefisien korelasi berganda ditunjukkan dengan (R) sebesar 0,764 atau 76,4% yang menunjukkan hubungan antara variabel bebas tersebut terhadap kebijakan dividen.

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen atau ditolak dalam hipotesis penelitian. Hal ini berarti bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen. Besar kecilnya kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi besar kecilnya nilai kebijakan dividen yang dibagikan perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi.

Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dapat disebabkan karena sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel merupakan perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang rendah (kurang dari 5%). Oleh karena direktur dan komisaris perusahaan hanya memiliki saham dalam jumlah yang kecil, maka keputusan dividen banyak ditentukan oleh pemilik saham diluar perusahaan (*outsider ownership*) misalnya kepemilikan saham oleh institusi dan masyarakat umum.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Wati dan Darmayanti (2013) yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008 sampai dengan 2011. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti bahwa kepemilikan manajerial yang terdapat pada perusahaan manufaktur telah memberikan kinerja terbaiknya dalam mengelola perusahaan sehingga dapat menghasilkan laba yang digunakan sebagai imbalan terhadap pemegang saham dalam bentuk dividen.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Dewi (2008) yang melakukan penelitian pada seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2002 sampai dengan 2005. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini juga tidak sesuai dengan penelitian Nuringsih (2005) yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam *Indonesia Capital Market Directory* tahun 1995-1996. Hasil penelitian tersebut menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Debt to Total Assets* Terhadap Kebijakan Dividen

Debt to total asset berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, namun ditolak dalam hipotesis penelitian. Pada penelitian ini hasil regresi pada pengujian statistik (tabel 3) bertanda positif dan signifikan. Artinya semakin besar utang yang dimiliki oleh perusahaan, akan meningkatkan jumlah dividen pada perusahaan tersebut.

Perusahaan yang tidak memiliki dana internal yang memadai tetapi bermaksud mempertahankan dividen dan menjalankan investasi akan mencari tambahan dana eksternal. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan akan menggunakan sumber dana utang dibanding emisi saham karena lebih murah dan lebih kecil risikonya. Selain itu, perusahaan lebih memilih menggunakan sumber dana utang karena perusahaan dapat memperoleh manfaat pajak karena utang menimbulkan beban bunga yang dapat mengurangi pajak dan perusahaan tetap dapat mempertahankan atau bahkan meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan kepada investor, sehingga akan menimbulkan respon positif dan memungkinkan peningkatan harga saham.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Rice dan Sulia (2014) yang melakukan penelitian pada perusahaan yang masuk dalam daftar LQ45 di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2011 dan Sulistyowati *et al* (2014) yang melakukan penelitian pada seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI selama tahun 2010-2012. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa *debt to total asset* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi, penelitian tersebut menunjukkan *t* hitung negatif yang mengartikan bahwa apabila terjadi penurunan pada tingkat utang, maka perusahaan cenderung akan memberikan jumlah dividen lebih kepada para investor karena perusahaan tidak perlu menanggung beban bunga atas pinjaman. Hasil tersebut mendukung pemikiran *debt covenant hypothesis* yang mengungkapkan perusahaan yang menggunakan *leverage* yang tinggi akan menyebabkan perusahaan tersebut akan mengurangi atau tidak menaikkan pembayaran dividennya.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Santoso dan Prastiwi (2012) yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2007-2009. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa *debt to total asset* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Quick Ratio* Terhadap Kebijakan Dividen

Quick ratio tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen atau ditolak dalam hipotesis penelitian. Hal ini berarti bahwa variabel *quick ratio* tidak memiliki pengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen. Besar kecilnya *quick ratio* tidak mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibagikan perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi.

Quick ratio tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dapat disebabkan karena besarnya *quick ratio* tidak hanya dipengaruhi oleh kas saja tetapi oleh beberapa akun seperti piutang usaha. Hal ini menyebabkan *quick ratio* yang tinggi belum tentu menjamin akan dapat membayar dividen tunai, karena proporsi saldo piutang yang telah memasuki jatuh tempo sehingga besar kemungkinan sulit untuk ditagih, dan meningkatkan pula cadangan kerugian piutang yang dibentuk perusahaan. Lambatnya perputaran piutang menyebabkan semakin lama piutang tersebut dapat diubah menjadi kas yang merupakan sumber dana perusahaan untuk membayar dividen.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Sandy dan Asyik (2013) yang melakukan penelitian pada perusahaan otomotif yang terdaftar di BEI periode tahun 2009-2011. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *quick ratio* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut disebabkan karena *quick ratio* lebih mencerminkan kemampuan aset lancar dalam membayar liabilitas jangka pendek, bukan pada kemampuan untuk membagikan *capital gain* atau dividen kas.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Amyas *et al* (2014) yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur sektor *food and beverages* yang terdaftar di BEI dari

tahun 2007-2010. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *quick ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Collateralizable Assets* Terhadap Kebijakan Dividen

Collateralizable assets berpengaruh negatif dan signifikan atau diterima dalam hipotesis penelitian. Artinya semakin besar *collateralizable assets* yang dimiliki oleh perusahaan, akan menurunkan jumlah dividen pada perusahaan tersebut. Hal ini dapat disebabkan jika nilai *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan tinggi, maka menunjukkan tingginya jumlah aset tetap yang dimiliki juga tinggi. Tingginya jumlah aset tetap tersebut dapat disebabkan karena perusahaan menetapkan rasio pembayaran dividen rendah dan laba yang diperoleh lebih diprioritaskan untuk diinvestasikan sebagai aset tetap yang dapat digunakan dalam aktivitas operasi perusahaan. Sebaliknya, jika nilai *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan rendah menunjukkan sedikitnya jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan. Rendahnya jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan dapat diartikan bahwa perusahaan lebih memilih untuk membagikan sebagian besar labanya sebagai dividen dibandingkan untuk diinvestasikan dalam bentuk aset tetap.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Setiawan dan Yuyetta (2013) yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2009-2011. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *collateralizable assets* signifikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Ketika perusahaan memiliki *collateralizable assets* yang rendah, artinya perusahaan memiliki utang yang rendah. Sebagian besar aktivitas perusahaan berasal dari modal sehingga perusahaan dapat leluasa dalam menentukan tingkat pembayaran dividen karena perusahaan bebas dari ancaman likuidasi jika gagal memenuhi pembayaran utang perusahaan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen atau ditolak dalam hipotesis penelitian. Hal ini berarti bahwa variabel ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen. Besar kecilnya ukuran perusahaan tidak mempengaruhi besar kecilnya nilai kebijakan dividen yang dibagikan perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi.

Perusahaan besar cenderung mempertahankan pembayaran dividen untuk menjaga reputasi. Sehingga apabila membutuhkan tambahan dana untuk melakukan ekspansi akan didanai dengan menambah utang atau emisi saham baru. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki aset kecil cenderung akan membayar dividen rendah karena keuntungan diarahkan sebagai laba ditahan yang digunakan untuk meningkatkan aset.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Nuringsih (2005). Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Namun, penelitian tersebut menunjukkan *t* hitung positif. Hasil ini berarti dalam menetapkan kebijakan dividen perusahaan tidak terlalu mempertimbangkan total asetnya.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Hadiatmo dan Daljono (2013) yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI Periode 2008-2010 dan Nurhayati (2013) yang melakukan penelitian pada perusahaan sektor non-jasa yang terdaftar di BEI Periode 2007-2010. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Return on Investment* Terhadap Kebijakan Dividen

Return on investment berpengaruh positif dan signifikan atau diterima dalam hipotesis penelitian. Semakin tinggi *return on investment* maka semakin tinggi dividen yang dibagikan perusahaan. Meningkatnya *return on investment* menunjukkan keberhasilan investasi perusahaan dalam pembelian aset tetap yang digunakan untuk operasi perusahaan sehingga kegiatan operasi perusahaan dapat berjalan lebih efektif dan efisien. Pada akhirnya laba

yang dihasilkan perusahaan dari kegiatan operasi juga akan meningkat, dan akan meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Amyas *et al* (2014) yang menunjukkan bahwa *return on investment* signifikan positif berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Semakin besar ROI menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik karena tingkat kembalian investasi (*return*) semakin besar. Dengan meningkatnya ROI juga akan meningkatkan pendapatan dividen yang diterima oleh investor.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan atau diterima dalam hipotesis penelitian. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan, maka semakin rendah rasio pembagian dividen yang ditetapkan oleh perusahaan. Kebutuhan dana perusahaan meningkat seiring dengan tingginya tingkat pertumbuhan perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan dana lebih besar dibanding perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah. Sejalan dengan *pecking order theory*, perusahaan akan menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu untuk membiayai pertumbuhannya tersebut. Pendanaan internal perusahaan bersumber dari laba ditahan, sehingga semakin besar laba yang ditahan berarti akan semakin kecil porsi laba yang dibagikan sebagai dividen.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Rice dan Sulia (2014) yang menyatakan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun, penelitian tersebut menunjukkan *t* hitung positif. Hal tersebut disebabkan karena perusahaan mengetahui adanya pertumbuhan tingkat penjualan sehingga tidak ada masalah jika perusahaan ingin meningkatkan jumlah dividen yang dibagikan untuk menarik investor.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Simpulan hasil penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut: (1) variabel *collateralizable assets* dan pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, (2) variabel *return on investment* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, (3) sedangkan variabel kepemilikan manajerial, *debt to total asset*, *quick ratio*, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (4) seluruh variabel independen dalam model secara simultan memiliki kemampuan prediksi dengan *R-Square* 0,568 atau 56,8% dapat memprediksi kebijakan dividen. Sedangkan 43,2% dipengaruhi oleh variabel lain di luar model

Saran

Terkait temuan analisis penelitian di atas, peneliti mengemukakan saran sebagai berikut: 1) bagi perusahaan hendaknya mempertimbangkan kondisi keuangan perusahaan sebelum memutuskan untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham. Dari hasil uji penelitian menunjukkan bahwa utang berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen, yang artinya perusahaan tetap membagikan dividen meski harus didanai dari utang. Tentunya hal ini dapat berpengaruh buruk pada likuiditas dan solvabilitas yang membahayakan kelangsungan hidup perusahaan. 2) Bagi penelitian selanjutnya menambah atau mengganti variabel dengan variabel independen lain, misal rasio aktivitas, *dividend per share* tahun lalu, atau variabel makro ekonomi misal tingkat pajak yang mungkin mempengaruhi keputusan perusahaan dalam pembagian dividen. 3) Mempertimbangkan untuk mengganti atau memperluas objek penelitian menggunakan perusahaan *go public* kelompok bidang lain untuk melihat pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, A. W. dan Y. Septriani. 2008. Konflik Keagenan: Tinjauan Teoritis dan Cara Mengurangnya. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen* 3(2): 47-55.
- Amyas, M. Arfan, dan H. Basri. 2014. Pengaruh Quick Ratio, Earning Per Share, dan Return On Investment Terhadap Dividen Kas Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Pascasarjana Universitas Syiah Kuala* Vol. 3(1): 1-9.
- Darminto. 2008. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Struktur Modal, dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu-Ilmu Sosial (Social Science)* 20(2): 87-97.
- Dewi, S. C. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 10(1): 47-58.
- Hardiatmo, B. dan Daljono. 2013. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010). *Diponegoro Journal of Accounting* 2(1): 1-13.
- Hatta, A. J. dan M. Magdalena. 2010. Faktor Penentu Kebijakan Dividen: Implikasi Afiliasi Grup Bisnis. *Jurnal Solusi* 5(2): 31-48.
- Nurhayati, M. 2013. Profitabilitas, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Sektor Non Jasa. *Jurnal Keuangan dan Bisnis* 5(2): 144-153.
- Nuringsih, K. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 2(2): 103-123.
- Nuswandari, C. 2013. Determinan Struktur Modal dalam Perspektif *Pecking Order Theory* dan *Agency Theory*. *Dinamika Akuntansi, Keuangan, dan Perbankan* 2(1): 92-102.
- Rice dan Sulia. 2014. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan dan Rasio Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan LQ-45. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil* 4(1): 21-30.
- Sandy, A. dan N. F. Asyik. 2013. Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Kas pada Perusahaan Otomotif. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 1(1): 58-76.
- Santoso, H. D. dan A. Prastiwi. 2012. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2009). *Diponegoro Journal of Accounting* 1(1): 1-12.
- Setiawan, Y. dan E. N. A. Yuyetta. 2013. Pengaruh Independensi Dewan Komisaris, Reputasi Auditor, Rasio Hutang, dan *Collateralizable Assets* Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2011). *Diponegoro Journal of Accounting* 3(1): 1-11.
- Sulistyowati, A., Suhadak, dan A. Husaini. 2014. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2010-2012). *Jurnal Administrasi Bisnis* 8(2): 1-10.
- Sunarto dan A. Kartika. 2003. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* 10(1): 67-82.
- Wati, N. K. A. L dan N. P. A. Darmayanti. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *E-Journal Manajemen Universitas Udayana* 3(12): 1559-1577.



