ANALISIS PENGARUH PROFITABILITAS, *LEVERAGE*, DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI

ARTIKEL ILMIAH

Oleh :

DYAH AYU WIDYATAMA
2013310243

SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS

SURABAYA

2017

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama	:	Dyah Ayu Widyatama
Tempat, Tanggal Lahir	:	Gresik, 21 Januari 1996
N.I.M	:	2013310243
Program Studi	:	Akuntansi
Program Pendidikan	:	Sarjana
Konsentrasi	:	Akuntansi Keuangan
Judul	:	Analisis Pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,
Tanggal : 31 Maret 2017

(Dr. Dra. Diah Ekaningtias, Ak., MM.)

Ketua Program Studi Sarjana Akuntansi,
Tanggal : 17 April 2017

(Dr. Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si., QIA, CPSAK)

ANALISIS PENGARUH PROFITABILITAS, *LEVERAGE*, DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Dyah Ayu Widyatama
STIE Perbanas Surabaya
2013310243@students.perbanas.ac.id

ABSTRACT

The purpose of the research is to determine the effect of profitability, leverage and managerial ownership on dividend policy with liquidity as a moderating variable on manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange period 2013-2015. The method used is purposive sampling method and obtained 15 samples of the company so that the amount of research data 44 data. Hypothesis testing is done by using multiple linear regression analysis and Moderate Regression Analysis (MRA). The results showed that profitability does not affect on dividend policy, while leverage and managerial ownership has positive influence on dividend policy. Liquidity is not able to moderate the profitability on dividend policy, while able to moderate leverage and liquidity managerial ownership on dividend policy

Keywords : *Dividend Policy, Profitability, Leverage, Managerial Ownership, Liquidity.*

PENDAHULUAN

Era globalisasi saat ini dimana perkembangan bisnis yang sangat pesat dibutuhkan ketepatan dalam mengambil keputusan, dimana perkembangan ekonomi di Indonesia pada saat ini sudah memasuki era pasar bebas dan Masyarakat Ekonomi Asean (MEA) sehingga sektor industri harus mempersiapkan diri untuk menghadapi persaingan yang semakin ketat dari sektor lain maupun sektor sejenis di dalam negeri, yang harus diperhatikan dan dipertimbangkan bagi pihak manajemen perusahaan, untuk mengurangi kemungkinan resiko dan ketidakpastian yang akan terjadi, sehingga dibutuhkan dana yang sangat besar untuk mampu bersaing di pasar global.

Perusahaan membutuhkan pasar modal sebagai sarana mobilitas dana yang bersumber dari masyarakat dan menyalurkan dana tersebut ke berbagai sektor yang membutuhkannya, sehingga para pemilik modal atau investor mempunyai peranan penting dalam perekonomian. Tujuan utama investor pada umumnya untuk meningkatkan kesejahteraan dengan mengharapkan return atau keuntungan yang diperoleh dari investasi yang dilakukan. Return atau keuntungan yang akan diperoleh investor adalah dalam bentuk pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*) dan dividen (*dividend yield*) (Jogiyanto, 2008:5). Hubungan yang terbentuk di antara pihak-

pihak yang terlibat dalam pencapaian tujuan perusahaan dapat menggambarkan prospek masa depan dan kinerja yang baik bagi perusahaan. Hubungan keharmonisan tersebut dapat terlihat dari hubungan baik di antara manajemen, pemegang saham, serta pihak lain yang berkepentingan. Penyelarasan kepentingan dari seluruh pihak tersebut seringkali menimbulkan permasalahan yang dalam bidang keuangan dijelaskan melalui *agency theory* (Ratih, 2010: 20).

Dividen diberikan kepada para pemegang saham setelah mendapatkan persetujuan dari pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Pembagian dividen yang tinggi kurang disukai oleh manajemen karena akan mengurangi utilitas manajemen yang disebabkan oleh semakin kecilnya dana yang berada dalam lingkup kendali manajemen (Karen, 2003). Hal ini sesuai dengan *Residual dividend policy theory* yang menyatakan bahwa kelebihan kas yang ada seharusnya dibagikan dalam bentuk dividen, akan tetapi manajemen tidak menyukai pembagian laba yang diperoleh dalam bentuk dividen, manajemen lebih suka memperlakukannya sebagai laba ditahan *(retained earning*) (Karen, 2003).

Pergerakan ekonomi tahun 2012-2015 yang melambat berdampak terhadap industri makanan dan minuman ringan. Salah satu yang ikut merasakan dampaknya adalah PT Indofood Sukes Makmur. Presiden Direktur PT Indofood Anthoni Salim mengatakan melemahnya nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat ikut mempengaruhi kinerja perusahaan sepanjang kuartal pertama 2015. Dari laporan keuangan yang telah diumumkan laba per saham pun turun menjadi Rp 20 dari sebelumnya Rp 25. Perusahaan membagikan deviden sebanyak Rp 220 per lembar saham dalam rapat umum pemegang saham tahunan. (Sumber : m.tempo.co).

Tahun pengamatan yang dipilih tersebut dianggap mewakili kondisi pertumbuhan ekonomi di Indonesia yang cenderung melambat akibat nilai ekspor yang turun dan melemahnya nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat sehingga dianggap mengakibatkan perusahaan tidak konsisten dalam pembayaran dividen. Tidak semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia membagikan dividen secara rutin kepada para pemegang sahamnya, baik itu dividen tunai maupun dividen saham.

Menurut penelitian Dwita (2013) terdapat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi pengambilan keputusan kebijakan dividen diantaranya kepemilikan manajerial, *leverage* keuangan, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan peluang investasi. Penelitian Devi (2014) membuktikan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi *dividend payout ratio* (kebijakan dividen). Perusahaan yang berhasil memperoleh profit yang besar akan membagikan dividen dalam jumlah besar. Profitabilitas menurut Dwita (2013) tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Menurut Dwita (2013) jika kepemilikan manajerial tinggi, manajemen akan mendistribusikan keuntungan yang lebih besar sebagai dividen kepada pemegang saham. Hal ini karena nilai laba ditahan dan pembayaran dividen terkait dengan kompensasi eksekutif. Sedangkan Madarina, Ari dan Sinarwati (2015) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Akhyar (2014) berpendapat bahwa semakin tinggi *leverage* suatu perusahaan maka akan semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan. Sedangkan menurut Dwita, Aisjah dan Sumiati (2013) menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Riskilia dan Kusmuriyanto (2015) berpendapat bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Jika perusahaan mempunyai utang yang tinggi maka pemegang saham akan dikorbankan

dengan menunda pembayaran dividen dikarenakan perusahaan harus membayar pokok utang dan bunga yang tinggi.

Likuiditas digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui apakah likuiditas dapat memoderasi yaitu memperkuat atau memperlemah pengaruh profitabilitas, *leverage*, dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Likuiditas merupakan suatu indikator mengenai kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajiban *financial* jangka pendek pada saat jatuh tempo dengan menggunakan aktiva lancar yang tersedia. Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak keputusan dividen. Dividen tunai dapat dibagikan hanya dengan uang kas. Jadi kekurangan kas dapat membatasi pembagian dividen.

Berdasarkan dari ketidakpastian hasil penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, perbedaan hasil penelitian dan fenomena yang ada, maka dilakukan penelitian lebih lanjut tentang pengaruh profitabilitas, *leverage*, dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Teori Keagenan

Teori keagenan *(agency theory)* dikembangkan di tahun 1970-an pada tulisan Jensen dan Meckling (1976). Teori keagenan mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Menurut teori ini hubungan antara pemilik dan manajer pada hakekatnya sukar tercipta karena adanya kepentingan yang saling bertentangan. Teori keagenan ini dapat menjelaskan bahwa kebijakan dividen tunai dapat digunakan untuk mengurangi aliran kas bebas yang ada di tangan manajer. Pemilik atau prinsipal dapat mengawasi manajer sebagai agen untuk meminimumkan potensi munculnya permasalahan ganda di antara keduanya dengan biaya yang lebih rendah. Hal ini berarti pembayaran dividen akan menaikkan pengawasan manajemen oleh pihak luar dan dapat mengurangi peluang bagi manajer untuk bertindak demi kepentingan pribadinya.

Bird In The Hand Theory

Bird in The Hand Theory dikemukakan oleh Myron Gordon (1959) dan John Lintner (1956) yang berpendapat bahwa nilai perusahaan akan turun apabila rasio pembayaran dividen dinaikkan, karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang dihasilkan dari laba ditahan dibandingkan seandainya para investor menerima dividen. Modigliani dan Miller mengemukakan bahwa pendapat Gordon-Lintner sebagai kekeliruan *bird-in-the-hand*, yakni mendasarkan pada pemikiran bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga dibandingkan seribu burung di udara.

Investor menilai jumlah yang diterima dari dividen lebih tinggi daripada *capital gains* karena komponen dividen memiliki risiko lebih rendah daripada *capital gains* (Gordon-Lintner , 1959 dan 1956). Kesimpulan dari *bird in the hand theory* ini adalah bahwa mendapat dividen lebih baik daripada *capital gains* karena pada akhirnya c*apital gains* tersebut mungkin tidak akan terwujud sebagai dividen di masa yang akan datang.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan kepada investor dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan (Sutrisno, 2003). Kebijakan dividen adalah kebijakan pembagian pendapatan yang harus diikuti

dalam membuat keputusan dividen baik itu dibagikan atau ditahan. Kebijakan dividen merupakan salah satu sumber konflik antara pihak manajemen dan *principal* karena dividen merupakan suatu sinyal yang diberikan perusahaan kepada investor.

Kebijakan dividen menjadi suatu pertimbangan yang dilematis karena terdapat adanya konflik kepentingan. Pihak manajemen umumnya menahan kas untuk berinvestasi agar dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Di pihak lain, pemegang saham menginginkan dividen yang besar atas kepemilikan sahamnya. Laba yang dihasilkan oleh perusahaan serta jenis kebijakan dividen yang diterapkan akan menentukan jumlah dividen yang nantinya akan dibayarkan kepada pemegang saham.

Rasio yang digunakan antara dividen dan laba bersih disebut sebagai *Dividend Payout Rasio* (DPR) (Lukas Setia Atmaja, 2003: 285). Sekilas, para pemegang saham akan merasa senang apabila bagian dari laba bersih yang dibagikan sebagai dividen ini semakin besar. Pertimbangan mengenai dividen payout ratio diduga berkaitan dengan kinerja keuangan perusahaan. Apabila kinerja keuangan perusahaan bagus, maka perusahaan tersebut akan mampu menetapkan besarnnya dividen payout ratio sesuai dengan ekspektasi dari para pemegang saham.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba melalui semua kemampuan dan juga sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang dan lain-lain (Syafri, 2008:304). Tingkat profitabilitas yang tinggi, maka perusahaan akan mendapatkan laba yang tinggi dan pada akhirnya laba yang tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham akan semakin besar. Berdasarkan *bird in the hand theory*, investor lebih menyukai pembagian dividen yang tinggi dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan.

Profitabilitas *(earning after tax dan asset)* merupakan variabel penting sebagai dasar pertimbangan para manajer perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen. Tingkat profitabilitas yang tinggi menunjukkan bahwa kinerja keuangan perusahaan baik. Hal ini mendukung penelitian Anggit dan Djoko (2012), Niken, Kharis dan Rina (2015), Riskilia dan Kusmuriyanto (2015), Ayu, dkk. (2014), Hashim Zameer, dkk. (2013) serta Yanita dan Rida (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Leverage mengacu pada penggunaan aset dan sumber dana perusahaan dimana dalam penggunaan aset atau dana tersebut perusahaan harus mengeluarkan biaya tetap atau beban tetap (Martono dan Harjito, 2008:295). Berdasarkan teori keagenan terdapat ketidakseimbangan informasi karena adanya penyampaian informasi yang tidak sama antara prinsipal dan agen. Terdapat pertentangan antara keputusan yang akan diambil oleh pemilik perusahaan dengan keputusan yang akan diambil oleh manajemen. Konflik tersebut dapat dikurangi dengan suatu alat *monitoring* untuk manajemen guna mensetarakan kepentingan-kepentingan tersebut, salah satunya dengan pembayaran dividen atau meningkatkan utang.

Semakin tinggi hutang perusahaan dapat menambah jumlah modal perusahaan, dengan modal yang besar membuat perusahaan mudah menempatkan dananya ke dalam proyek-proyek investasi yang menguntungkan bagi perusahaan

sehingga dengan modal yang besar maka kemungkinan perusahaan untuk memperoleh keuntungan akan besar dan semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Penelitian yang dilakukan oleh Niken, Kharis dan Rina (2015) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka dapat diambil hipotesis sebaga berikut:

H2 : *Leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial adalah pemilik sekaligus pengelola perusahaan atau semua pihak yang mempunyai kesempatan untuk terlibat dalam pengambilan kebijaksanaan dan mempunyai akses langsung terhadap informasi dalam perusahaan. Masalah kebijakan dividen berkaitan dengan masalah keagenan yaitu dengan memberikan kesempatan bagi pihak manajemen untuk terlibat dalam kepemilikan saham perusahaan.

Keterlibatan manajemen tersebut yang membuat para manager berhati-hati dalam mengambil keputusan. Pembagian dividen yang tinggi merupakan salah satu upaya yang dapat dilakukan oleh manajer sebagai agen untuk menunjukkan kemampuan mengelola perusahaan dengan baik. Berdasarkan teori keagenan hal tersebut sekaligus upaya *principal* untuk mengawasi manajer agar tidak dapat memanfaatkan peluang yang ada demi kepentingan pribadi.

Peneliti Al-Gharaibeh, Zurigat, dan Al-Harahsheh (2013) dan peneliti Hashim Zameer, dkk. (2013) dalam penelitiannya menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi

Semakin tinggi profitabilitas yang digambarkan oleh keuntungan atau laba yang diperoleh dari pemanfaatan aset perusahaan, maka semakin tinggi laba operasional perusahaan pada tahun tersebut sehingga dividen yang dibayarkan akan semakin tinggi. Berdasarkan *bird in the hand theory*, investor lebih menyukai pembagian dividen yang tinggi dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan.

Perusahaan yang memiliki likuiditas lebih baik maka akan mampu membayar dividen lebih banyak. Apabila tingkat likuiditas perusahaan meningkat maka dividen yang dibagikan akan semakin besar. Penelitian yang dilakukan Riskilia (2015) dan Dwita (2013) menyatakan bahwa likuiditas mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4 : Likuiditas memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi

Jika perusahaan memiliki kewajiban (utang) yang besar dan harus segera dibayar, maka sangat mungkin bahwa pemegang saham harus dikorbankan, yaitu menunda atau mengurangi pembayaran dividen. Pembiayaan dengan utang merupakan salah satu alternatif dalam mendukung kebutuhan dana perusahaan. Akan tetapi masalah tersebut menimbulkan masalah keagenan antara *principal* dengan agen.

Pembiayaan dengan utang merupakan upaya *principal* dalam

mengawasi manajer agar tidak memanfaatkan likuiditas yang ada demi kepentingan pribadinya. Tetapi apabila perusahaan memiliki utang yang besar yang harus segera dibayar dan likuiditas perusahaan yang digambarkan dengan aktiva lancar jumlahnya meningkat, manajemen tidak perlu khawatir akan kebangkrutan akibat penggunaan utang yang tinggi karena dapat dibiayai dengan likuiditas yang ada sehingga tetap mampu membayar dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Riskilia (2015) menyatakan bahwa likuiditas tidak mampu memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5 : Likuiditas memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi

Berdasarkan teori keagenan pembagian dividen yang tinggi merupakan upaya *principal* untuk mengawasi manajer agar tidak dapat memanfaatkan likuiditas atau kas yang ada demi kepentingan pribadi.

Pembagian dividen bertujuan untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham termasuk manajemen yang memiliki saham perusahaan.

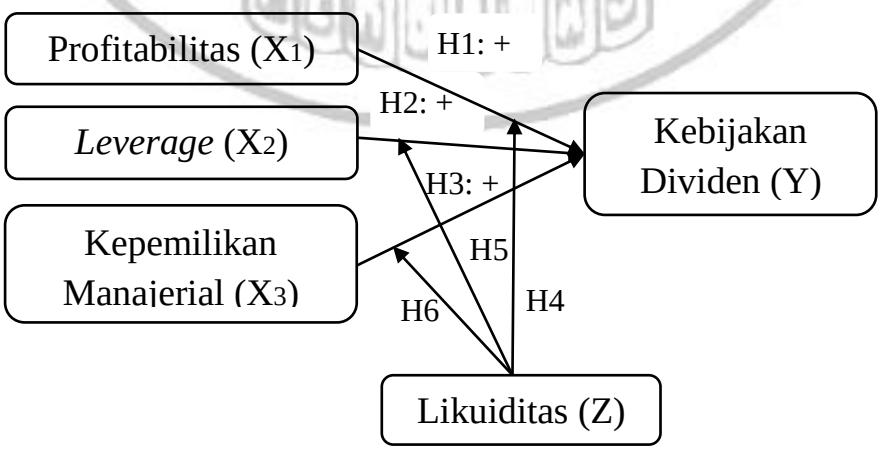
Dengan membayar dividen yang terus menerus perusahaan ingin menunjukkan bahwa perusahaan mampu bertahan mendapatkan laba dan mampu memberikan hasil kepada *principal*.

Keterlibatan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan membuat para manager berhati-hati dalam mengambil keputusan. Pembagian dividen yang tinggi merupakan salah satu upaya yang dapat dilakukan oleh manajer sebagai agen untuk menunjukkan kemampuan mengelola perusahaan dengan baik. Jika tingkat kepemilikan manajerial tinggi dan likuiditas perusahaan yang digambarkan oleh aktiva lancar jumlahnya meningkat, maka perusahaan akan dapat membagikan dividen yang lebih tinggi dalam bentuk kas dengan lancar dan tepat waktu.

Berdasarkan penelitian Pujiati (2015) menyatakan bahwa likuiditas mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4 : Likuiditas memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2013-2015 yaitu sebanyak 132 perusahaan. Alasan memilih perusahaan manufaktur yaitu: (1) Untuk menghomogenitaskan data sehingga hasil yang diperoleh dapat bersifat mengkhusus pada satu jenis perusahaan. (2) Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang paling banyak terdaftar dalam BEI sehingga sampel yang didapat semakin banyak. (3) Industri manufaktur merupakan sektor unggulan dalam perekonomian Indonesia dan merupakan jenis industri yang kemungkinan pembayaran dividennya tinggi sehingga penting untuk diteliti faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi pembagian dividen pada perusahaan manufaktur (Marietta, 2013).

Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015. (2) Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit yang berakhir tanggal 31 Desember periode 2013-2015. (3) Perusahaan menggunakan mata uang rupiah dalam laporan keuangannya. (4) Perusahaan membagikan dividen tunai (kas) selama tiga tahun berturut-turut periode 2013-2015. (5) Perusahaan memiliki data yang lengkap sesuai dengan faktor-faktor yang diteliti.

Dari 132 perusahaan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2013-2015, maka diperoleh 15 perusahaan yang menjadi sampel penelitian sesuai dengan kriteria pemilihan sampel. Pemilihan sampel tersebut dapat dijelaskan secara ringkas pada Tabel 1 berikut:

Tabel 1
Kriteria Pengambilan Sampel

No.	Kriteria Sampel	Jumlah
1.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015	132
2.	Perusahaan tidak mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit yang berakhir tanggal 31 Desember periode 2013-2015	(4)
3.	Perusahaan tidak menggunakan mata uang rupiah dalam laporan keuangannya	(28)
4.	Perusahaan tidak membagikan dividen tunai (kas) selama tiga tahun berturut-turut periode 2013-2015	(60)
5.	Perusahaan tidak memiliki data yang lengkap sesuai dengan faktor-faktor yang diteliti	(25)
Jumlah Sampel Perusahaan		**15**
Tahun Obervasi		3
Jumlah Data Penelitian		**45**

Sumber: Diolah

Data Penelitian

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder. Teknik pengambilan data melalui teknik dokumentasi dengan mengambil data laporan keuangan perusahaan tercatat yang telah dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia. Data tersebut diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia melalui situs www.idx.co.id.

Variabel Penelitian

Variabel dependen yang digunakan adalah kebijakan dividen. Variabel

independen yang digunakan terdiri dari profitabilitas, *leverage,* dan kepemilikan manajerial. Variabel moderasi yang digunakan yaitu likuiditas.

Definisi Operasional Variabel

Kebijakan Dividen (Y)

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan kepada investor dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan. Rasio yang digunakan antara dividen dan laba bersih disebut sebagai *Dividend Payout Rasio* (DPR) (Lukas Setia Atmaja, 2003: 285). Sartono (2001:491) mengemukakan bahwa rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) adalah rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham atau persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen.

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba Bersih}}$$

Profitabilitas (X_1)

Profitabilitas adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba melalui semua kemampuan dan juga sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang dan lain-lain (Sofyan, 2013:304). *Return on Asset* (ROA) digunakan dalam mengukur profitabilitas. *Return on Asset* (ROA) merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak dengan total aset perusahaan (Sofyan, 2013:304).

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

***Leverage* (X_2)**

Leverage mengacu pada penggunaan aset dan sumber dana perusahaan dimana dalam penggunaan asset atau dana tersebut perusahaan harus mengeluarkan biaya tetap atau beban tetap (Martono dan Harjito, 2008:295). *Leverage* menggambarkan hubungan antara utang perusahaan terhadap modal maupun aset. *Debt to Equity Ratio* (DER) digunakan untuk mengukur *leverage* yaitu dengan membagi utang terhadap modal.

$$\text{DER} = \frac{\text{Utang}}{\text{Modal}}$$

Kepemilikan Manajerial (X_3)

Kepemilikan manajerial di dalam perusahaan adalah pemegang saham dari pihak manajemen atau pihak internal perusahaan yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan di dalam perusahaan. Jika kepemilikan manajerial dalam sebuah perusahaan jumlahnya besar, maka akan lebih memilih untuk mengalokasikan keuntungan yang didapatkan perusahaan dalam bentuk dividen serta dengan persentase yang lebih stabil. Kepemilikan manajerial merupakan prosentase jumlah saham yang dimiliki pengendali (komisaris, direktur, manajer) terhadap jumlah saham yang beredar

$$KM = \frac{\Sigma \textit{ Saham yg dimiliki pengendali}}{\Sigma \textit{ Saham yg beredar}}$$

Likuiditas (Z)

Likuiditas merupakan suatu indikator mengenai kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajiban keuangan jangka pendek pada saat jatuh tempo dengan menggunakan aktiva lancar yang tersedia (Lukman Syamsudin, 2002:41). Menurut Sofyan (2013:301), rasio likuiditas dapat dihitung melalui sumber informasi tentang modal kerja yaitu pos-pos aset lancar dan utang lancar. Rasio lancar *(current ratio)* digunakan untuk mengukur likuiditas. Rasio ini menunjukkan sejauhmana aset lancar dapat menutupi utang lancar.

$$CR = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

Teknik Analisis

Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis deskriptif, uji asumsi klasik (uji normalitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi), analisis regresi linear berganda, *Moderated Regression Analysis* (MRA), uji koefisien determinasi (R^2) dan uji statistik t dengan menggunakan SPSS 23.

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh langsung variabel independen yaitu profitabilitas, *leverage*, dan kepemilikan manajerial terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen. Untuk membuktikan kebenaran hipotesis yang telah diajukan maka digunakan uji regresi linear berganda, dengan persamaan regresi sebagai berikut :

Pers. 1. $\mathbf{Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e}$

Keterangan :

Y	= Kebijakan Dividen
X_1	= Profitabilitas
X_2	= *Leverage*
X_3	= Kepemilikan manajerial
a	= Konstanta
b_1,b_2,b_3	= Koefisien regresi
e	= *error*

Analisis regresi moderasi (MRA) digunakan untuk mengetahui apakah variabel moderasi akan memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen (Ghozali, 2013:223). Analisis regresi moderasi ini digunakan untuk menguji hipotesis keempat sampai dengan hipotesis keenam. Untuk membuktikan kebenaran hipotesis yang telah diajukan maka digunakan analisis regresi moderasi dengan persamaan:

Pers. 2. $\mathbf{Y = a + b_1X_1 + b_4Z + e}$
Pers. 3. $\mathbf{Y = a + b_1X_1 + b_4Z + b_5X_1Z + e}$
Pers. 4. $\mathbf{Y = a + b_2X_2 + b_4Z + e}$
Pers. 5. $\mathbf{Y = a + b_2X_2 + b_4Z + b_6X_2Z + e}$
Pers. 6. $\mathbf{Y = a + b_3X_3 + b_4Z + e}$
Pers. 7. $\mathbf{Y = a + b_3X_3 + b_4Z + b_7X_3Z + e}$

Keterangan :

Y	= Kebijakan Dividen
X_1	= Profitabilitas
X_2	= *Leverage*
X_3	= Kepemilikan manajerial
Z	= Likuiditas
a	= Konstanta
b_1,b_2,b_3	= Koefisien regresi
e	= *error*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif adalah analisis yang digunakan untuk mendiskripsikan suatu data mengenai rata-rata, standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum dari masing-masing variabel dalam penelitian ini yaitu kebijakan dividen, profitabilitas, *leverage*, kepemilikan manajerial dan likuiditas. Tabel 2 berikut adalah hasil analisis statistik deskriptif:

Tabel 2
Hasil Analisis Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kebijakan Dividen	45	0,0748	0,9977	0,404884	0,2106703
Profitabilitas	45	0,0075	0,2615	0,102111	0,0631550
Leverage	45	0,07	1,48	0,532444	0,3621787
Kepemilikan Manajerial	45	0,0001	0,8100	0,099116	0,2097561
Likuiditas	45	1,1429	13,3500	3,860087	3,1195545

Sumber : Data diolah

Berdasarkan Tabel 2 nilai minimum kebijakan dividen sebesar 0,0748 dan nilai maksimum sebesar 0,9977. Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui bahwa rata-rata kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yaitu sebesar 0,404884 atau sebesar 40,4884 persen. Rata-rata tersebut mempunyai arti bahwa rata-rata *(mean)* perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini membagikan dividen sebesar 40,4884 persen dari jumlah laba bersih yang diperoleh. Perusahaan yang berada diatas nilai rata-rata sebanyak 26 perusahaan atau sebesar 58 persen. Sedangkan perusahaan yang berada dibawah nilai rata-rata sebanyak 19 perusahaan atau sebesar 42 persen. Nilai standar deviasi dari 45 sampel adalah sebesar 0,2106703. Nilai standar deviasi 0,2106703 lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata-rata (*mean*) kebijakan dividen sebesar 0,404884, sehingga menunjukkan bahwa data kebijakan dividen tidak bervariasi atau bersifat homogen.

Nilai minimum profitabilitas sebesar 0,0075 dan nilai maksimum sebesar 0,2615. Dapat diketahui bahwa rata-rata nilai profitabilitas sebesar 0,102111 atau sebesar 10,21 persen. Rata-rata *(mean)* tersebut mempunyai arti bahwa rata-rata *(mean)* perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini mampu menghasilkan laba sebesar 10,21 persen dengan memanfaatkan total asset yang dimiliki. Perusahaan yang berada diatas nilai rata-rata sebanyak 19 perusahaan atau sebesar 42 persen. Sedangkan perusahaan yang berada dibawah nilai rata-rata sebanyak 26 perusahaan atau sebesar 58 persen. Nilai standar deviasi dari 45 sampel adalah sebesar 0,063155. Nilai standar deviasi 0,063155 lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata-rata (*mean*) profitabilitas sebesar 0,101307, sehingga menunjukkan bahwa data profitabilitas tidak bervariasi atau bersifat homogen.

Nilai *leverage* minimum sebesar 0,07 dan nilai maksimum sebesar 1,48 dimiliki oleh PT Sekar Laut Tbk pada tahun 2015. Berdasarkan Tabel 1 dapat diketahui bahwa rata-rata nilai *leverage* sebesar 0,5324 atau sebesar 53,24 persen. Rata-rata *(mean)* tersebut mempunyai arti bahwa rata-rata *(mean)* perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini mampu membiayai utang sebesar 53,24 persen dengan kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal (ekuitas). Perusahaan yang berada diatas nilai rata-rata sebanyak 19 perusahaan atau sebesar 42 persen. Sedangkan perusahaan yang berada dibawah nilai rata-rata sebanyak 26 perusahaan atau sebesar 58 persen. Nilai standar deviasi dari 45 sampel adalah sebesar 0,3621787. Nilai standar deviasi 0,3621787 lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata-rata (*mean*) *leverage* sebesar 0,5324, sehingga menunjukkan bahwa data *leverage* tidak bervariasi atau bersifat homogen.

Nilai minimum kepemilikan manajerial sebesar 0,0001 nilai maksimum sebesar 0,8100 sebesar 81 persen yang berarti bahwa 81 persen dari saham beredar perusahaan dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan. Berdasarkan Tabel 1 dapat diketahui bahwa rata-rata nilai kepemilikan manajerial sebesar 0,099116 atau sebesar 9,9116 persen. Rata-rata *(mean)* tersebut mempunyai arti bahwa rata-rata *(mean)* perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini sebesar 9,9116 persen saham beredar perusahaan dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan. Perusahaan yang berada diatas nilai rata-rata sebanyak 10 perusahaan atau sebesar 22,22 persen. Sedangkan perusahaan yang berada dibawah nilai rata-rata sebanyak 35 perusahaan atau sebesar 77,78 persen. Nilai standar deviasi dari 45 sampel adalah sebesar 0,2097561. Nilai standar deviasi 0,2097561 lebih besar dibandingkan dengan nilai rata-rata (*mean*) kepemilikan manajerial sebesar 0,099116, sehingga menunjukkan bahwa data kepemilikan manajerial bervariasi atau bersifat heterogen.

Nilai likuiditas minimum sebesar 1,1429 dan nilai maksimum sebesar 13,3500. Dapat diketahui bahwa rata-rata nilai likuiditas sebesar 3,860087 atau sebesar 386,0087 persen. Rata-rata *(mean)* tersebut mempunyai arti bahwa rata-rata *(mean)* perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini mampu menutupi semua utang lancarnya dengan aktiva lancar yang dimiliki sebesar 386,0087 persen. Perusahaan yang berada diatas nilai rata-rata sebanyak 14 perusahaan atau sebesar 32 persen. Sedangkan perusahaan yang berada dibawah nilai rata-rata sebanyak 31 perusahaan atau sebesar 68 persen. Nilai standar deviasi dari 45 sampel adalah sebesar 3,1195545. Nilai standar deviasi 3,1195545 lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata-rata (*mean*) likuiditas sebesar 3,860087, sehingga menunjukkan bahwa data likuiditas tidak bervariasi atau bersifat homogen.

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik diperlukan sebelum melakukan uji hipotesis. Uji asumsi klasik dilakukan untuk memperoleh keyakinan bahwa model regresi yang didapatkan memiliki ketepatan waktu, tidak bias dan konsisten. Pengujian asumsi klasik dilakukan dengan menggunakan uji normalitas, uji heteroskedastititas, dan uji autokorelasi. Berikut ini merupakan hasil pengujian asumsi klasik dengan menggunakan SPSS:

Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal atau tidak. Hasil model regresi yang baik harus memenuhi asumsi bahwa data terdistribusi normal. Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai *Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0,933 dan signifikansi atau nilai Asymp.Sig (2-tailed) adalah sebesar 0,349 dimana nilai tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi alfa = 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima yang berarti bahwa data residual terdistribusi normal.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Dari hasil uji heteroskedastisitas dengan uji Glejser tidak ada satu pun variabel independen yang secara statistik mempengaruhi variabel dependen nilai *absolute residual* (AbsUt_res). Hal tersebut dapat dilihat dari signifikansi variabel Profitabilitas (ROA) sebesar 0,903, variabel *Leverage* (DER) sebesar 0,776, dan variabel Kepemilikan Manajerial (KM) sebesar 0,945. Nilai signifikansi tersebut lebih besar dari tingkat signifikansi alfa = 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi homoskedastisitas atau tidak terjadi kasus heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear terdapat autokorelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1. Berdasarkan hasil uji autokorelasi dengan uji *Run Test* bahwa nilai *Test* sebesar 0,05066 dan nilai signifikansi atau nilai Asymp.Sig (2-tailed) adalah sebesar 1. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai Asymp.Sig (2-tailed) adalah sebesar 1 lebih besar dari tingkat signifikansi alfa = 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi dalam model regresi.

Analisis Regresi Linear Berganda

Analisis regresi linear berganda digunakan untuk menguji hipotesis pertama sampai dengan ketiga untuk menguji dan mengetahui pengaruh variabel independen yaitu profitabilitas, *leverage*, dan kepemilikan manajerial terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen. Hasil analisis regresi linear berganda dapat dilihat pada Tabel 3 berikut:

Tabel 3
Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Model		B	T	Signifikansi	Uji Hipotesis
	(Constant)	0,189	2,132	0,039	-
H_1	Profitabilitas	0,577	1,218	0,230	Ditolak
H_2	*Leverage*	0,183	2,060	0,046	Diterima
H_3	Kepemilikan Manajerial	0,601	4,259	0,000	Diterima
R		0,568			
R Square		0,323			
Adjusted R^2		0,273			

Sumber : Data diolah

Dari hasil analisis pengolahan data pada Tabel 3 dengan analisis regresi linear berganda diperoleh persamaan:

DPR = 0,189 + 0,577 ROA + 0,183 DER + 0,601 KM + e

1. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan Tabel 3 nilai koefisien regresi variabel profitabilitas sebesar 0,577 yang berarti bahwa apabila nilai profitabilitas mengalami kenaikan sebesar 1 persen maka akan meningkatkan nilai kebijakan dividen sebesar 0,577. Tanda positif pada nilai koefisien regresi menggambarkan bahwa terdapat hubungan yang searah antara variabel profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Nilai t hitung variabel profitabilitas sebesar 1,218 dengan signifikansi sebesar 0.230, sehingga dapat disimpulkan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena signifikansinya lebih besar dari alfa = 0,05 (0,230 > 0,05), sehingga dapat disimpulkan bahwa H1 ditolak.

Hasil penelitian ini tidak mendukung *bird in the hand theory* yang menyatakan investor lebih menyukai pembagian dividen yang tinggi dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih untuk menyimpan keuntungan yang diperoleh dalam bentuk laba ditahan daripada meningkatkan pembayaran dividen ketika perusahaan memperoleh laba yang besar.

Berdasarkan data yang diperoleh rata-rata profitabilitas tahun 2013-2015 mengalami penurunan tiap tahunnya. Penurunan profitabilitas tersebut disebabkan karena laba yang diperoleh perusahaan mengalami penurunan serta perusahaan belum maksimal dalam memanfaatkan aset yang dimiliki untuk memperoleh laba yang lebih besar sehingga akan menyebabkan menurunkan harapan investor untuk memperoleh dividen yang lebih tinggi. Tetapi penurunan profitabilitas tidak mempengaruhi perusahaan untuk tetap membayar dividen. Hal ini dibuktikan dengan rata-rata kebijakan dividen yang cenderung tetap.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Madarina, dkk. (2015), Riskilia dan Kusmuriyanto (2015), Niken, dkk. (2015), Ayu, dkk. (2014), Yanita dan Rida (2013), Anggit, dkk. (2012), serta Zameer, dkk. (2012) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen karena berdasarkan teori sinyal perusahaan yang tingkat profitabilitasnya tinggi akan cenderung untuk mengalokasikan sebagian besar keuntungan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham.

2. Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan Tabel 3 nilai koefisien regresi variabel *leverage* sebesar 0,183 menyatakan bahwa apabila nilai *leverage* mengalami kenaikan sebesar 1 persen maka akan meningkatkan nilai kebijakan dividen sebesar 0,183. Tanda positif pada nilai koefisien regresi menggambarkan bahwa terdapat hubungan yang searah antara variabel *leverage* terhadap kebijakan dividen. Nilai t hitung variabel *leverage* sebesar 2,060 dengan signifikansi sebesar 0.046, sehingga *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena signifikansinya lebih kecil dari alfa = 0,05 (0,046 < 0,05), sehingga dapat disimpulkan bahwa H2 diterima.

Hasil temuan ini mendukung teori keagenan karena kendala keuangan yaitu utang mempengaruhi keputusan perusahaan dalam membayar dividen. Teori keagenan ini dapat menjelaskan bahwa kebijakan dividen tunai dapat digunakan untuk mengurangi aliran kas bebas yang ada di tangan manajer. Pemilik atau prinsipal dapat mengawasi manajer sebagai agen untuk meminimumkan potensi munculnya permasalahan ganda di antara keduanya dengan biaya yang lebih rendah. Hal ini berarti pembayaran dividen akan menaikkan pengawasan manajemen oleh pihak luar dan dapat mengurangi peluang bagi manajer untuk bertindak demi kepentingan pribadinya.

Berdasarkan data yang diperoleh rata-rata *leverage* mengalami penurunan yang mengindikasikan bahwa total utang yang dimiliki perusahaan dari tahun ke tahun mengalami penurunan. Artinya bahwa kewajiban pokok dan bunga yang dibayarkan semakin berkurang, sehingga perusahaan dapat membayar dividen yang lebih besar. Perusahaan tidak perlu khawatir akan kebangkrutan meskipun profitabilitas menurun dan *leverage* juga menurun karena berarti nilai pokok hutang dan bunga yang akan dibayarkan jumlahnya juga akan menurun dengan demikian dapat membayar dividen lebih tinggi menggunakan dana internal yang masih tersedia.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Niken, dkk. (2015) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Dwita, Aisjah dan Sumiati (2013) yang menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen serta penelitian yang dilakukan oleh Riskilia dan Kusmuriyanto (2015) dan Madarina, dkk. (2015) yang berpendapat bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

3. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan Tabel 3 nilai koefisien regresi variabel kepemilikan manajerial sebesar 0,601 menyatakan bahwa apabila nilai kepemilikan manajerial mengalami kenaikan sebesar 1 persen maka akan meningkatkan nilai kebijakan dividen sebesar 0,601. Tanda positif pada nilai koefisien regresi menggambarkan bahwa terdapat hubungan yang searah antara variabel kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Nilai t hitung variabel kepemilikan manajerial sebesar 4,259 dengan signifikansi sebesar 0.000, sehingga kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena signifikansinya lebih kecil dari alfa = 0,05 (0.000 < 0,05), sehingga dapat disimpulkan bahwa H3 diterima.

Temuan ini mendukung *bird in the hand theory* yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner yang berpendapat bahwa sebenarnya investor jauh lebih menginginkan pendapatan dari dividen daripada pendapatan dari keuntungan modal karena pendapatan dari keuntungan modal mungkin tidak pasti atau tidak akan terwujud di masa yang akan datang. Apabila kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan jumlahnya besar maka pihak manajemen akan mendapat suara terbanyak dalam RUPS sehingga manajemen lebih memilih untuk mengalokasikan keuntungan yang didapatkan dalam bentuk dividen.

Berdasarkan data yang diperoleh kepemilikan manajerial mengalami peningkatan yang disebabkan karena saham beredar perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan meningkat yang artinya pihak manajemen tertarik untuk memiliki saham perusahaan untuk dapat memperoleh keuntungan dalam bentuk dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Pujiati (2015), Dwita, Aisjah dan Sumiati (2013), Mohammad Al- Gharaibeh, dkk. (2013) serta Zameer, dkk. (2012). Namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Madarina, Ari dan Sinarwati (2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Analisis Regresi Moderasi (MRA)

Pengujian hipotesis keempat sampai hipotesis keenam menggunakan analisis regresi moderasi untuk menguji apakah variabel moderasi likuiditas akan memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel independen profitabilitas, *leverage*, dan kepemilikan manajerial terhadap variabel dependen kebijakan dividen. Hasil analisis regresi linear berganda dapat dilihat pada Tabel 4 berikut:

Tabel 4
Hasil Analisis Regresi Moderasi

	Model		B	T	Signifikansi
Persamaan 2		(Constant)	0.376	5.505	0.000
	X_1	Profitabilitas	0.507	0.982	0.332
	Z	Likuiditas	-0.006	-0.556	0.581
Persamaan 3		(Constant)	0.393	4.334	0.000
	X_1	Profitabilitas	0.302	0.349	0.729
	Z	Likuiditas	-0.010	-0.574	0.569
	X_1Z	Profitabilitas_Likuiditas	0.044	0.296	0.768

Persamaan 4		(Constant)	0.465	3.801	0,000
	X_2	*Leverage*	-0.052	-0.403	0,689
	Z	Likuiditas	-0.008	-0.557	0,581
Persamaan 5		(Constant)	0.678	5.168	0.000
	X_2	*Leverage*	0.287	1.777	0.083
	Z	Likuiditas	0.022	1.324	0.193
	X_2Z	*Leverage*_Likuiditas	-0.408	-3.085	0.004
Persamaan 6		(Constant)	0.437	10.600	0.000
	X_3	Kepemilikan Manajerial	0.685	4.871	0.000
	Z	Likuiditas	-0.026	-2.742	0.009
Persamaan 7		(Constant)	0.493	11.786	0.000
	X_3	Kepemilikan Manajerial	-0.528	-1.271	0.211
	Z	Likuiditas	-0.037	-3.934	0.000
	X_3Z	Kepemilikan Manajerial_Likuiditas	0.153	3.070	0.004

Sumber : Data diolah

Dari hasil analisis pengolahan data pada Tabel 4 dengan analisis regresi moderasi diperoleh persamaan:

Pers. 2 : DPR = 0,376 + 0,506 ROA - 0,006 CR + e

Pers. 3 : DPR = 0,393 + 0,302 ROA - 0,010 CR + 0,044 ROA_CR + e

Pers. 4 : DPR = 0,465 - 0,052 DER - 0,008 CR + e

Pers. 5 : DPR = 0,678 + 0,287 DER + 0,022 CR - 0,408 DER_CR + e

Pers. 6 : DPR = 0,437 + 0,685 KM - 0,026 CR + e

Pers. 7 : DPR = 0,493 – 0,528 KM - 0,037 CR + 0,153 KM_CR + e

4. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi

Berdasarkan hasil tabel 4 pada persamaan 2) di atas diperoleh nilai Pvalue CR = 0,581 > α = 0,05 **(tidak signifikan),** pada persamaan (3) nilai Pvalue CR = 0,569 > α = 0,05 **(tidak signifikan)** dan nilai Pvalue ROA_CR = 0,768 > α = 0,05 **(tidak signifikan).** Sesuai dengan kriteria pengujian regresi moderasi dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA), maka disimpulkan bahwa likuiditas tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen, sehingga dapat disimpulkan bahwa H4 ditolak.

Temuan ini tidak mendukung *bird in the hand theory* yang menyatakan investor lebih menyukai pembagian dividen yang tinggi dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih untuk menyimpan keuntungan yang diperoleh dalam bentuk laba ditahan daripada meningkatkan pembayaran dividen ketika perusahaan memperoleh laba yang besar. Perusahaan kurang menyukai pembagian laba yang diperoleh dalam bentuk dividen yang lebih besar karena akan mengurangi dana yang ada dalam perusahaan. Lebih tinggi laba ditahan menunjukkan bahwa perusahaan memprioritaskan kebutuhan dana pembiayaan internal melalui laba ditahan.

Penyebab likuiditas tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen karena dividen

tidak hanya dapat dibagikan dalam bentuk kas tetapi dapat dalam bentuk saham maupun aktiva lainnya, dimana tidak semua pemegang saham menginginkan pembagian dividen dalam bentuk kas tetapi terdapat juga pemegang saham yang bersedia menerima dividen dalam bentuk saham atau non kas. Hal ini membuktikan bahwa likuiditas bukan merupakan pertimbangan yang besar dalam menentukan dividen yang akan dibayarkan. Sumber dana internal atau potensi likuiditas yang ada digunakan manajemen untuk membiayai investasinya daripada membayarkan dividen yang lebih tinggi kepada pemegang saham.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Ayu, dkk. (2014), namun hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Riskilia dan Kusmuriyanto (2015), serta Yanita dan Rida (2013) yang menyatakan bahwa likuiditas mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

5. Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi

Berdasarkan hasil Tabel 4 pada persamaan (4) di atas diperoleh nilai Pvalue CR = 0,581 > α = 0,05 **(tidak signifikan),** pada persamaan (5) nilai Pvalue CR = 0,193 > α = 0,05 **(tidak signifikan)** dan nilai Pvalue DER_CR = 0,004 < α = 0,05 **(signifikan).** Sesuai dengan kriteria pengujian regresi moderasi dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA), maka disimpulkan bahwa likuiditas mampu memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen, dengan likuiditas sebagai variabel *pure* moderator, sehingga dapat disimpulkan bahwa H5 diterima.

Berdasarkan hasil temuan ini mendukung teori keagenan karena kendala keuangan yaitu utang mempengaruhi keputusan perusahaan dalam membayar dividen. Teori keagenan ini dapat menjelaskan bahwa kebijakan dividen tunai dapat digunakan untuk mengurangi aliran kas bebas yang ada di tangan manajer. Pemilik atau prinsipal dapat mengawasi manajer sebagai agen untuk meminimumkan potensi munculnya permasalahan ganda di antara keduanya dengan biaya yang lebih rendah. Hal ini berarti pembayaran dividen akan menaikkan pengawasan manajemen oleh pihak luar dan dapat mengurangi peluang bagi manajer untuk bertindak demi kepentingan pribadinya.

Hal yang menyebabkan likuiditas mampu memperlemah pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen karena jika perusahaan memiliki kewajiban (utang) yang besar dan harus segera dibayar, maka sangat mungkin bahwa pemegang saham harus dikorbankan, yaitu menunda atau mengurangi pembayaran dividen. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan manajer, karena hal tersebut dapat menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima.

Apabila perusahaan mempunyai utang yang besar maka perusahaan harus membayar pokok utang beserta bunganya. Likuiditas yang ada mungkin hanya untuk membayar utang tersebut sehingga pembayaran dividen kepada pemegang saham menurun atau menunda pembayaran. Manajemen perlu khawatir akan kebangkrutan akibat penggunaan utang yang tinggi jika hanya dibiayai dengan likuiditas maupun sumber dana internal yang ada sehingga mengorbankan kepentingan para pemegang saham yaitu membayar dividen. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Riskilia dan Kusmuriyanto (2015) yang menyatakan bahwa likuiditas tidak mempengaruhi hubungan antara kebijakan dividen tunai dengan *leverage.*

6. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi

Berdasarkan hasil Tabel 4 pada persamaan (6) di atas diperoleh nilai

Pvalue CR = 0,009 < α = 0,05 **(signifikan),** pada persamaan (7) nilai Pvalue CR = 0,000 < α = 0,05 **(signifikan)** dan nilai Pvalue KM_CR = 0,004 < α = 0,05 **(signifikan).** Sesuai dengan kriteria pengujian regresi moderasi dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA), maka disimpulkan bahwa likuiditas mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen, dengan likuiditas sebagai variabel quasi moderator, sehingga dapat disimpulkan bahwa H6 diterima.

Temuan ini mendukung *bird in the hand theory* yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner yang berpendapat bahwa sebenarnya investor jauh lebih menginginkan pendapatan dari dividen daripada *capital gains* karena pendapatan dari *capital gains* mungkin tidak pasti atau tidak akan terwujud di masa yang akan datang. Hal yang menyebabkan likuiditas mampu memoderasi kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen karena jika tingkat kepemilikan manajerial tinggi dan likuiditas perusahaan yang digambarkan oleh aktiva lancar jumlahnya meningkat, maka perusahaan akan dapat membagikan dividen yang lebih tinggi dalam bentuk kas dengan lancar dan tepat waktu. Dengan demikian, likuiditas yang tinggi akan dapat memperkuat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Pujiati (2015) yang menyatakan bahwa likuiditas mampu memoderasi kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan hasil bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Besar kecilnya profitabilitas tidak berpengaruh terhadap penurunan atau peningkatan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan hasil bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan dapat terus membayarkan dividen dengan menggunakan keuntungan yang diperoleh setelah memperoleh sumber dana eksternal yang berasal dari pinjaman atau utang yang diinvestasikan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar.

Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Saham beredar perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan meningkat yang artinya pihak manajemen tertarik untuk memiliki saham perusahaan untuk dapat memperoleh keuntungan dalam bentuk dividen.

Hasil pengujian hipotesis keempat menunjukkan hasil bahwa likuiditas tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Hal ini membuktikan bahwa likuiditas bukan merupakan pertimbangan yang besar dalam menentukan dividen yang akan dibayarkan. Dividen tidak hanya dapat dibagikan dalam bentuk kas tetapi dapat dalam bentuk saham maupun aktiva lainnya, dimana tidak semua pemegang saham menginginkan pembagian dividen dalam bentuk kas tetapi terdapat juga pemegang saham yang bersedia menerima dividen dalam bentuk saham atau non kas.

Hasil pengujian hipotesis kelima menunjukkan hasil bahwa likuiditas mampu memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan arah koefisien yang menunjukkan arah negatif, likuiditas memperlemah pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang mempunyai utang yang besar harus membayar utang beserta bunganya dengan jumlah yang semakin besar. Likuiditas yang ada mungkin hanya untuk membayar utang tersebut sehingga pembayaran dividen kepada pemegang saham menurun atau menunda pembayaran

dividen sehingga pemegang saham harus dikorbankan.

Hasil pengujian hipotesis keenam menunjukkan hasil bahwa likuiditas mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi serta likuiditas perusahaan yang digambarkan oleh aktiva lancar jumlahnya meningkat, maka perusahaan akan dapat membagikan dividen yang lebih tinggi dalam bentuk kas dengan lancar dan tepat waktu dikarenakan manajemen yang memiliki saham perusahaan yang jumlahnya besar menginginkan keuntungan berupa dividen.

Keterbatasan pada penelitan ini adalah (1) faktor-faktor yang diteliti tidak dapat lebih mendetail menjelaskan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, sehingga perlu memasukkan faktor lain untuk dapat menilai kebijakan dividen. (2) Beberapa sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan, banyak perusahaan yang tidak membagikan dividen selama periode 2013-2015 sehingga dapat mengurangi jumlah sampel.

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan diatas, maka saran yang dapat diberikan untuk peneliti selanjutnya diantaranya yaitu, perlu untuk menambahkan variabel-variabel lain diluar model dalam penelitian ini seperti *investment opportunity set* (IOS), ukuran perusahaan, *growth*, dan sebagainya. Selain itu diharapkan dapat menggunakan variabel intervening atau variabel moderasi lain seperti *leverage* dan *Good Corporate Governance* (GCG) agar mendapatkan hasil yang lebih beragam

DAFTAR RUJUKAN

A.A.Ayu Mirah Varthina Devi, I Made Sadha Suardikha dan I Gusti Ayu Nyoman Budiasih. 2014. Pengaruh Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Dan Kepemilikan Manajerial Sebagai Variabel Pemoderasi. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana.* Vol. 3, No. 12, Pp: 702-717. ISSN : 2337-3067.

Agus Sartono. 2000. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPEE.

Anggit Satria Pribadi dan R. Djoko Sampurno. 2012. Analisis Pengaruh *Cash Position, Firm Size, Growth Opportunity, Ownership,* Dan *Return On Asset* Terhadap *Dividend Payout Ratio*. *Diponegoro Journal Of Management.* Vol.1, No.1, Pp: 212-211.

Bambang Riyanto. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Cetakan 7. Yogyakarta : BPFE.

Brigham, Eugene dan Joel F. Houston, 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kedelapan, Buku Kedua, Terjemahan Dodo Suharto, Herman Wibiwo: Editor, Yanti Sumiharti, Wisnu Chandra Kridhaji. Jakarta : Erlangga.

Dwita Ayu Rizqia, Siti Aisjah dan Sumiati. 2013. *Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value. Research Journal of Finance and Accounting.* Vol.4, No.11. ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online).

Elton, E.J., and M.J. Gruber. 1970. *Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect*. *Review of Economical and Statistics,* pp. 68-74.

Ghozali, Imam. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 20*. Semarang : UNDIP.

_____, 2013. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program IBM SPSS 21*. Edisi 7. Semarang : UNDIP.

Harjito, Agus dan Martono. 2008. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : EKONISIA.

Hashim Zameer, Shahid Rasool, Sajid Iqbal and Umair Arshad. 2013. *Determinants of Dividend Policy: A Case of Banking Sector in Pakistan. Middle-East Journal of Scientific Research* 18 (3): 410-424. ISSN 1990-9233.

Jogiyanto. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kelima. Yogyakarta: BPFE.

Karen, F.R. 2003. *A Blue Print for Corporate Governance. New York: American Management Assosiation.*

Kodrat, David Sukardi dan Christian Herdinata. *Manajemen Keuangan*. Yogaykarta: Graha Ilmu. 2009. hlm. 135.

Lina Warrad, Suzan Abed, Ola Khriasat dan Imad Al-Sheikh. 2012. *The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Jordanian Context. International Journal of Economics and Finance.* Vol.4, No.2, Pp: 187-195. ISSN 1916-971X. E-ISSN 1916-9728.

Lukas Setia Atmaja. 2003. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi Offset.

Lukman Syamsudin. 2002. *Manajemen Keuangan Perusahaan.* Edisi Baru. Cetakan Ketujuh. Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada.

Madarina Laili, Nyoman Ari Surya Darmawan, dan Ni Kadek Sinarwati. 2015. Pengaruh *Debt To Equity Ratio,* Kepemilikan Manajerial, *Return On Assets,* Dan *Current Ratio* Terhadap *Dividend Payout Ratio* (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2013). *Jurusan Akuntansi Program S1*. Vol.3, No.1.

Marselina Widiastuti, Pranata P. Midiastuty, dan Eddy Suranta. 2013. *Dividend Policy and Foreign Ownership*. *Simposium* Nasional Akuntansi *XVI*, hlm. 3401-3423.

Michell Suharli. 2007. Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan. Vol. 9, No. 1, Pp: 9-17.*

Mohammad Al- Gharaibeh, Ziad Zurigat dan Khaled Al-Harahsheh. 2013. *The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies. Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business.* Vol. 4, No.9, Pp: 769-796.

Niken Pamungkas Sari, Kharis Raharjo, dan Rina Arifati. 2015. Pengaruh *Retrun On Asset, Cash Ratio, Debt To Equity Ratio, Earning Per Share, Total Asset Turn Over, Size* Terhadap *Dividen Payout Ratio* Pada Perusahaan Manufaktur Yang

Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2013. Vol.1, No.1.

Pujiati. 2015. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Pada Sektor Industri Barang Konsumsi. *Jurnal Nominal.* Vol. 4, No. 1.

Putri Kartika Sari dan Sigit Handoyo. 2013. *The Influence Of Profitability, Liquidity, And Debt To The Dividend Payout Ratio In Manufacturing Company (Listed In Indonesian Stock Exchange From* 2008-2010). *Jurnal Siasat Bisnis.* Vol. 17, No. 1, Pp: 90-100.

Ratih Fitria Sari. 2010. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen. Skripsi. Universitas Sebelas Maret.

Riskilia Fistyarini dan Kusmuriyanto. 2015. Pengaruh Profitabilitas, IOS Dan *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Dengan Dimoderasi Likuiditas. *Accounting Analysis Journal.* Vol.4, No.2. ISSN 2252-6765.

Sartono, Drs. R. Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE.

Sofyan Safri Harahap. 2013. *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan*. Cetakan Kesebelas Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.

Sugiarto. 2009. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri.* Edisi 1. Yogyakarta: Graha Ilmu.

Sugiyono. 2012. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&B*. Bandung: Alfabeta.

Sutrisno. 2003. *Manajemen Keuangan (Teori, Konsep, dan Aplikasi)*. Edisi Pertama. Yogyakarta : EKONISIA.

Yanita Rahmiati dan Rida Rahim. 2013. Pengaruh Profitabilitas Dan *Investment Opportunity Set* (IOS) Terhadap Kebijakan Deviden Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderat. *Journal Mahasiswa Fakultas Ekonomi Universitas Andalas.* Vol. 1, No.1.

www.sahamok.com

www.sipendik.com

m.tempo.co

http://achtighk.blogspot.co.id/2012/06/manajemen-keuangan-deviden.html