



REPUBLIK INDONESIA  
KEMENTERIAN HUKUM DAN HAK ASASI MANUSIA

# SURAT PENCATATAN CIPTAAN

Dalam rangka perlindungan ciptaan di bidang ilmu pengetahuan, seni dan sastra berdasarkan Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2014 tentang Hak Cipta, dengan ini menerangkan:

Nomor dan tanggal permohonan : EC00202010286, 13 Maret 2020

## Pencipta

Nama : **Dr. Misnen Ardiansyah, S.E.M.Si. Ak., Nurani Puspaningrum,**

Alamat : Tamanan Giwangan Asri I Blok D-12 RT. 041/001, Giwangan, Umbul Harjo Kota Yogyakarta, D.I.Yogyakarta , Yogyakarta, Di Yogyakarta, 55163

Kewarganegaraan : Indonesia

## Pemegang Hak Cipta

Nama : **Dr. Misnen Ardiansyah, S.E.M.Si. Ak., Nurani Puspaningrum,**

Alamat : Tamanan Giwangan Asri I Blok D-12 RT. 041/001, Giwangan, Umbul Harjo Kota Yogyakarta, D.I.Yogyakarta , Yogyakarta, 22, 55163

Kewarganegaraan : Indonesia

Jenis Ciptaan : **Karya Tulis (Artikel)**

Judul Ciptaan : **Pengaruh Leverage , Likuiditas, Growth, Size Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Deviden Payout Ratio: Menggunakan Variabel Intervening Profitabilitas.**

Tanggal dan tempat diumumkan untuk pertama kali di wilayah Indonesia atau di luar wilayah Indonesia : 17 Juli 2019, di Yogyakarta

Jangka waktu perlindungan : Berlaku selama hidup Pencipta dan terus berlangsung selama 70 (tujuh puluh) tahun setelah Pencipta meninggal dunia, terhitung mulai tanggal 1 Januari tahun berikutnya.

Nomor pencatatan : 000183004

adalah benar berdasarkan keterangan yang diberikan oleh Pemohon.

Surat Pencatatan Hak Cipta atau produk Hak terkait ini sesuai dengan Pasal 72 Undang-Undang Nomor 28 Tahun 2014 tentang Hak Cipta.



a.n. MENTERI HUKUM DAN HAK ASASI MANUSIA  
DIREKTUR JENDERAL KEKAYAAN INTELEKTUAL

Dr. Freddy Harris, S.H., LL.M., ACCS.  
NIP. 196611181994031001

**LAMPIRAN PENCIPTA**

No	Nama	Alamat
1	Dr. Misnen Ardiansyah, S.E.M.Si. Ak.	Tamanan Giwangan Asri I Blok D-12 RT. 041/001, Giwangan, Umbul Harjo Kota Yogyakarta, D.I.Yogyakarta
2	Nurani Puspaningrum	Nolobangsan Barat RT: 001/004, Menggoro , Tembarak, Kab. Temanggung, Prov. Jawa Tengah

**LAMPIRAN PEMEGANG**

No	Nama	Alamat
1	Dr. Misnen Ardiansyah, S.E.M.Si. Ak.	Tamanan Giwangan Asri I Blok D-12 RT. 041/001, Giwangan, Umbul Harjo Kota Yogyakarta, D.I.Yogyakarta
2	Nurani Puspaningrum	Nolobangsan Barat RT: 001/004, Menggoro , Tembarak, Kab. Temanggung, Prov. Jawa Tengah



**PENGARUH LEVERAGE, LIKUIDITAS, GROWTH, SIZE DAN  
KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP DIVIDEND PAYOUT  
RATIO: MENGGUNAKAN VARIABEL INTERVENING  
PROFITABILITAS**

**Misnen Ardiansyah**

UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta  
[misnen.ardiansyah@uin-suka.ac.id](mailto:misnen.ardiansyah@uin-suka.ac.id)

**Nurani Puspa Ningrum**

Universitas Muhammadiyah Kudus  
[nuranipuspa@umkudus.ac.id](mailto:nuranipuspa@umkudus.ac.id)

**ABSTRACT**

Dividend policy is a decision to determine the share of income distributed to the shareholders and the amount of the share of income that being held for the benefit of the company, therefore divestment policy became one of the important financial policy in a company. Here dividend payout ratio calculated using the (DPR). This research aims to test the empiric basis relationship leverage measured by DAR (Debt to Total Assets), liquidity as measured by CR (Current Ratio), growth, size, and managerial ownership against the dividend policy contained in Islamic Indonesian Stock Index, and test the influence of profitability measured by ROE (Return on Equity Ratio) as intervening in the relationship of the variables.

This type of research is explanatory research, where this research is done by emphasizing the test on the theory using quantitative measurement of variables, through statistical procedures. Sampling techniques in the study using a purposive sampling from 2012-2016 and obtained a total sample as much as 115. Sobel Analysis is used to analyze the data in this study. The results showed that the independent variables are simultaneously above variable profitability (ROE) able to intervene the relationship between liquidity, growth, and size to parliament, but profitability (ROE) can not interfere relationship between leverage and managerial ownership to DPR.

Keyword: Leverage, Liquidity, Growth, Size, Managerial Ownership, Profitability, and Policy Dividends

**A. Latar Belakang Masalah**

Pada era globalisasi ini investasi dapat menjadi hal yang sangat menguntungkan bagi semua orang yang bisa melihat peluang investasi. Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa mendatang (Eduardus, 2010), dalam suatu negara investasi memiliki peran penting dimana investasi itu berdampak langsung pada pertumbuhan ekonominya. Sehingga tidak heran jika saat ini pemerintah Indonesia banyak mengajak investor asing untuk



berinvestasi di Indonesia dengan harapan dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi Indonesia.

Tidak hanya investor asing saja yang diharapkan pemerintah, namun masyarakat dari berbagai golongan juga diharapkan mampu berinvestasi. Bahkan pemerintah sudah lama membentuk bursa efek sebagai pasar investasi saham di Indonesia, dengan adanya bursa efek diharapkan masyarakat lebih mudah dalam melakukan investasi. Seperti yang sudah diketahui bahwa mayoritas penduduk di Indonesia beragama Islam, sehingga pemerintah diharapkan mampu menyediakan fasilitas untuk berinvestasi sesuai dengan tuntunan agama Islam, karena seorang investor muslim tentu akan berbeda cara penilaiannya terhadap suatu perusahaan dengan investor pada umumnya, yang mana dikarenakan mereka memiliki tanggung jawab yang lebih, baik tanggung jawab di dunia begitu juga dengan tanggung jawab di akhirat.

Untuk itu seorang investor muslim harus lebih berhati-hati dalam menginvestasikan hartanya. Menurut penelitian yang dilakukan Agustin dan Mawardi (2014) menemukan jika perilaku investor muslim lebih mempertimbangkan aspek agama dalam perilaku bertransaksi saham, sehingga mereka mengutamakan memilih saham yang masuk dalam daftar indeks syariah, seperti ISSI. Dengan memilih investasi pada indeks syariah akan memberikan rasa aman dalam kepatuan syariah bagi investor karena saham-saham yang terdapat didalamnya sudah di *screening* dan disetujui oleh Dewan Pengawas Syariah (DPS) untuk memastikan tidak adanya bisnis yang terlibat dalam kegiatan seperti judi, riba, dan produk yang diharamkan seperti babi, tembakau, alcohol, dan senjata. Penelitian tersebut membuktikan bahwa investor muslim Indonesia sangat peduli dan mengedepankan kewajiban menjalankan agamanya termasuk dalam hal investasi.

Pasar modal syariah diawali tahun 1997 melalui reksadana syariah dan diterbitkan obligasi syariah tahun 2002. Kemudian ditahun 2011 dibentuklah Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang mengindeks seluruh saham di Indonesia yang tergolong memenuhi kriteria syariah. Menariknya dalam beberapa tahun terakhir ini ISSI memiliki angka kapitalisasi yang cukup tinggi dan stabil bahkan cenderung meningkat, juga memiliki perkembangan pembagian dividen yang cenderung meningkat.

**Tabel 1 Kapitalisasi ISSI dan Perkembangan Pembagian Dividen ISSI**

Tahun	Kapitalisasi ISSI (dalam triliun rupiah)	Perkembangan Pembagian Dividen ISSI (dalam persen)
2012	144.995	44.50%
2013	143.706	44.80%
2014	168.638	45.30%
2015	145.061	50.00%
2016	172.077	60.70%

Sumber: Bursa Efek Indonesia (Dalam Masyithoh & Safa, 2017)

*Survey* tersebut menjelaskan bahwa dengan adanya peningkatan perkembangan pada rasio pembayaran dividen di ISSI dari tahun 2012 hingga tahun 2016, hal ini tentunya mampu menggambarkan bahwa sebagian besar perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia mampu secara konsisten membagikan dividen setiap tahunnya, dan jika dilihat berdasarkan nilai kapitalisasi pasarnya dari tahun 2012 hingga tahun 2016 menggambarkan bahwa bagaimana keberhasilan perusahaan-perusahaan di ISSI setiap tahunnya. Nilai kapitalisasi yang meningkat juga menjelaskan bahwa semakin besar perusahaan tersebut dihargai oleh pasar. Dari tabel 1 di atas menjelaskan pula jika sebagian besar perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia memiliki nilai perusahaan yang baik, ketika nilai perusahaannya baik dan dibarengi dengan perkembangan pembagian dividen yang baik pula maka dapat dikatakan perusahaan tersebut memiliki kinerja perusahaan yang baik, hal ini tentunya akan meningkatkan minat investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Meskipun telah dianggap cukup baik, namun baik perusahaan syariah atau perusahaan konvensional tetap dituntut untuk mampu bersaing dengan perusahaan-perusahaan global lainnya agar tetap dapat bertahan dan mengembangkan usahanya. Untuk itu demi dapat menjaga kegiatan operasional dan investasi perusahaan, maka diperlukannya pemahaman dan ilmu yang cukup mengenai aspek-aspek keuangan dalam perusahaan agar tidak terjadi kerugian atau kesalahan di masa mendatang. Terdapat tiga keputusan keuangan yang harus dipahami dan dilakukan dengan baik oleh manajer keuangan perusahaan yaitu keputusan investasi, pendanaan dan dividen (Wiagustini, 2010). Karena setiap akhir tahun, setiap perusahaan publik harus memutuskan apakah akan membagikan pendapatan atau *return* perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan untuk investasi dimasa depan.

Pada dasarnya investor tetap lebih memilih menerima timbal hasil berupa *dividen* kas dari pada *capital gain*. Hal ini disebabkan karena *dividen* kas dianggap lebih pasti dan bisa langsung dirasakan hasilnya. *Dividen* kas (*dividen* tunai) yang diharapkan investor adalah *dividen* tunai yang mengalami peningkatan atau setidaknya konsisten dari tahun ke tahun. Namun kenyataannya dalam suatu perusahaan pihak manajemen cenderung lebih memilih menahan kas untuk melunasi utang atau meningkatkan investasi, sedangkan di sisi lain, pemegang saham mengharapkan dividen dalam jumlah relatif besar karena ingin menikmati hasil investasi pada saham perusahaan. Kondisi inilah yang menjelaskan bahwa pembagian dividen dalam perusahaan masih cukup menarik untuk diperbincangkan dalam dunia keuangan atau dari pelaporan finansial perusahaan itu sendiri, dimana setiap tahunnya faktor-faktor yang mempengaruhi pembagian dividen pun berbeda, hal tersebut bisa dilihat juga melalui laporan keuangan atau laporan tahunan perusahaan.

Kebijakan dalam pembagian dividen merupakan salah satu keputusan yang penting dalam suatu perusahaan, oleh karena itu tidak mengherankan jika kemudian studi-studi dalam bidang ini sudah banyak dipublikasikan, namun memang masih sangat sedikit pula studi-studi dalam bidang ini yang membahas dalam sudut pandang ke Islamannya, akan tetapi beberapa isu yang penting pun masih belum terpecahkan, dalam penelitian yang dilakukan oleh Jasim dan Hameeda yang

berjudul “*Corporate Dividends decisions: evidence from Saudi Arabia*” dengan mengambil sampel perusahaan *listed* di Saudi Arabia, ditemukan bahwa ketika jumlah pembayaran dividen ditunda, maka tingkat profitabilitas dalam perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian tersebut dilakukan di Saudi Arabia, yaitu Negara muslim, yang mana kebijakan-kebijakan perusahaannya tersebut juga bergantung pada peraturan shari’ah, yaitu peraturan yang sesuai dengan tata cara Islam. Salah satu peraturan shari’ah di sini adalah zakat. Pada penelitian Jasim dan Hameeda juga disebutkan bahwa zakat dalam penelitian tersebut mempengaruhi kebijakan dividen di beberapa jenis perusahaan yang berada (Jasim & Hameeda, 2012, p. 12), namun penelitian ini menjadi kurang valid jika diterapkan ke lain daerah yang tidak menggunakan pedoman agama Islam, dalam pembuatan laporan keuangannya, sehingga penelitian tersebut masih dianggap mengabaikan *firm value* dan *share pricenya*.

Indonesia merupakan Negara majemuk, terutama yang dimaksud disini adalah keanekaragaman agamanya, tentu tidak akan valid jika langsung disimpulkan bahwa zakat berpengaruh dalam kebijakan dividen, walaupun penduduk di Indonesia adalah mayoritas muslim, akan lebih terjamin validitas penelitiannya jika menggunakan laporan keuangan sebagai acuan dalam meneliti kebijakan dividen perusahaan di Indonesia. Banyak elemen di laporan keuangan di perusahaan yang bisa diteliti hubungannya dengan kebijakan dividen seperti tingkat *leverage*, likuiditas, *growth*, *size*, *cash flow*, *tangibilitas* dan struktur kepemilikan. Namun faktor-faktor yang digunakan dalam beberapa penelitian terdahulu masih mengalami inkonsistensi pada hasil penelitiannya diantaranya yaitu *leverage*, likuiditas, *growth*, *size* dan kepemilikan manajerial terhadap pembagian dividen perusahaan.

Menurut Dewi (2016) semakin tinggi *leverage* maka akan berdampak pada pembagian dividen perusahaan. Hal ini sejalan pula dengan hasil penelitian Wibowo (2011), Jensen dan Zom (1992), juga Osama (2012). Namun menurut Husam, dkk (2013) menjelaskan jika semakin tinggi hutang akan berakibat semakin besar pendapatan yang digunakan untuk membayar beban utang dan bunga, sehingga akan berimbas pada penurunan pembagian dividen tunai. Besarnya likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang, jika likuiditas perusahaan tinggi maka perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya termasuk membayar dividen (Zahra, 2016). Sebaliknya Jensen (1986) begitu juga Devi (2013) menjelaskan semakin tinggi likuiditas dividen yang dibagikan akan semakin kecil. Tingkat pertumbuhan dalam suatu perusahaan yang tinggi cenderung akan berakibat pada pembayaran dividen perusahaan yaitu dividen akan dibagikan dalam prosentase yang kecil untuk memperkuat pembayaran internal (Sari & Sudjarni, 2015), sedangkan menurut Sulistiyowati (2011) menjelaskan jika pertumbuhan perusahaan yang baik akan mempengaruhi pembayaran dividen yang baik pula.

Dalam pembagian dividen ukuran suatu perusahaan juga memiliki peran yang cukup besar dalam *dividen* tunai yang akan dibayarkan, karena semakin besar ukuran perusahaan maka omset yang dihasilkan juga akan semakin tinggi dan menyebabkan laba yang dihasilkan tinggi, jika laba tinggi maka *dividen* yang

dibagikan juga semakin tinggi (Lopolusi, 2013). Sebaliknya penelitian dari Jasim dan Hameeda (2011), Osama (2012) menjelaskan apabila semakin besar ukuran perusahaan justru pembagian dividennya akan menurun. Jensen dan Meckling (1976) juga menjelaskan jika tingginya rasio kepemilikan saham oleh manajer akan memengaruhi pembagian dividen dalam perusahaan, karena manajer lebih senang mengalokasikan laba perusahaannya pada laba ditahan dari pada membagikannya dalam bentuk dividen.

Beberapa penelitian terdahulu masih banyak yang menunjukkan pengaruh yang kecil antara *leverage*, likuiditas, *growth*, *size* dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan pembagian dividen tunai. Oleh karena itu, variabel *intervening* dibutuhkan untuk memperbesar pengaruh likuiditas, *leverage*, *size*, *growth*, dan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen tunai. Deitiana (2009) serta Sadalia dan Saragih (2008) menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang besar terhadap kebijakan dividen tunai.

Namun terdapat *research gap* dalam hubungan profitabilitas terhadap kebijakan dividen tunai. Penelitian yang dilakukan Moradi dkk. (2010) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen tunai, karena pada dasarnya pembagian dividen sangat bergantung pada perolehan laba perusahaannya, sehingga semakin tinggi tingkat profitabilitasnya, dividen yang dibagikan juga semakin tinggi. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hossain dkk (2013), sebaliknya hasil berbeda ditemukan dalam penelitian Kania dan Bacon (2005) bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh yang negatif signifikan terhadap dividen tunai. Sedangkan dalam penelitian Yakub dkk (2014) dan Deitiana (2009) menunjukkan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai.

Penelitian ini juga mengacu pada penelitian Zahra (2017) yang menjelaskan bahwa profitabilitas mampu memediasi hubungan antara likuiditas, *growth*, dan *leverage* terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Namun hasil berbeda ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan Gresylia dan Banu (2013), juga Dian (2016) yang menjelaskan jika profitabilitas tidak mampu memediasi hubungan *leverage*, likuiditas, dan ukuran perusahaan terhadap pembagian dividen perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

Untuk itu penelitian ini kembali diadakan, namun penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya untuk mengetahui hasil penelitian dengan menggunakan variabel dan sampel yang berbeda yaitu dengan menggunakan perusahaan-perusahaan yang tercatat di *Indonesia Sharia Stock Index* tahun 2012-2016, dimana penelitian sebelum-sebelumnya lebih banyak menganalisis *determinant* kebijakan dividen di perusahaan konvensional seperti BEI dan menambahkan variabel kepemilikan manajerial sebagai unsur kebaruan, yang sekaligus diharapkan mampu memberikan bukti, gambaran, dan hasil yang berbeda dari penelitian sebelumnya.

Berdasarkan latar belakang di atas, penelitian ini bertujuan menguji pengaruh *leverage*, likuiditas, *growth*, *size*, dan kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio* dengan profitabilitas sebagai variabel *intervening*.

## B. Landasan Teori

### 1. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dikaitkan dengan penentuan laba yang diperoleh perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan. Kebijakan ini melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda yaitu pihak pertama para pemegang saham, dan pihak kedua adalah perusahaan itu sendiri (Nurhayati, 2013), sedangkan *dividend payout ratio* adalah presentase yang akan dibayarkan kepada pemegang saham.

*Dividend payout ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur presentase pendapatan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk *cash dividend*. Dalam pandangan Islam, dividen yang diperbolehkan hanya yang diperoleh dari saham biasa (*common stock*) dengan karakteristik:

- a. Pemiliknya paling terakhir dalam mendapatkan bagian dividen dan hak atas harta kekayaan dalam suatu perusahaan apabila perusahaan terkait mengalami kerugian atau pailit.
- b. Pemiliknya hanya mendapat dividen bila perusahaan tersebut berhasil membukukan keuntungan.
- c. Pemegang saham memiliki hak suara dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham).
- d. Pemilik saham berhak mengalihkan kepemilikan sahamnya kepada orang lain, dengan cara-cara yang dibenarkan dalam syariah.

Demikian itu dikarenakan perserikatan dagang dalam Islam dibangun atas dasar asas kesamaan hak dan kewajiban tiap orang, hal ini terwujud pada saham biasa, sedangkan dividen pada saham preferen diberikan secara terjamin dengan jumlah tetap dalam presentase (suku bunga) walaupun kinerja perusahaannya mengalami kerugian, hal ini berarti riba dan merupakan kelaiman sehingga tidak dibenarkan dalam Islam (Mutya Wilujeng, 2012, p. 40-41), adapun yang menjadi dasar dalam hal ini dapat dilihat pada surat Āli-'Imrān ayat 130, yaitu sebagai berikut:

لَعَلَّكُمْ تَفْلَحُونَ ﴿١٣٠﴾

*Artinya: "Wahai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan riba dengan berlipat ganda dan bertakwalah kepada Allah agar kamu beruntung".* (Q.S. Āli-'Imrān [66]: 130).

Penjelasan dari ayat di atas sangatlah jelas bahwa Islam melarang bagi orang-orang yang beriman untuk memakan riba, karena hal itu termasuk kelaiman sehingga tidak dibenarkan dalam Islam.

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُّضَاعَفَةً

Kebijakan dividen menjadi penting karena beberapa alasan. Pertama, perusahaan dapat menggunakan dividen sebagai sinyal kepada para investor luar



tentang stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang agar mau berinvestasi dan menanamkan modalnya. Dan kedua, dividen memainkan peran penting dalam struktur modal perusahaan (Imron, 2011). Dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham ditinjau dari bentuknya ada 2 (dua) macam, yaitu dividen tunai (*cash dividend*) dan dividen saham (*stock dividend*).

## 2. Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen telah banyak menjadi bahan penelitian dan menjadi salah satu topik yang masih banyak diperbincangkan, namun demikian masih banyak yang belum bisa terjawab berkaitan dengan peran dividen dalam menyampaikan informasi ke investor tentang prospek perusahaan. Bagaimana pasar menilai saham yang dividennya rendah dan yang dividennya tinggi, bagaimana pajak korporat dan pajak individu dapat mempengaruhi permintaan dan penawaran dividen kas, begitu juga mengenai beberapa hal lainnya, seperti mengetahui tentang bagaimana kaitannya antara hubungan yang satu dengan lainnya, atau yang berkaitan antara dividen dan juga variabel keuangan yang lain seperti tingkat *leverage* dan tingkat investasi, dan mengapa *dividend payout ratio* sangat berbeda antara industri satu dengan yang lain dan antara negara satu dengan negara yang lain (Arifin, 2005). Untuk itu diperlukan beberapa teori yang digunakan untuk menjelaskan peran kebijakan dividen tersebut, berikut ini merupakan salah satu teori dividen yang dikemukakan Brigham dan Houston (2001), yaitu:

### Dividen adalah tidak relevan

Modigliani-Miller (MM) berpendapat bahwa dalam suatu perusahaan kondisi dimana keputusan investasi yang diberikan terhadap pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan saat ini tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen melainkan ditentukan oleh besarnya keputusan investasi, jadi menurut Modigliani-Miller, dividen adalah tidak relevan (Sartono, 2010).

Pasar modal yang sempurna, merupakan gambaran dari sebuah perusahaan yang dapat dengan cepat dan murah untuk dapat menerbitkan saham baru kapan pun yang diperlukan dalam suatu perusahaan, sehingga ketika dalam perusahaan tersebut kekurangan dana untuk investasi karena perusahaan terkait telah menggunakan sebagian labanya untuk membayar dividen, maka perusahaan tersebut dapat mencari pengganti dana atau solusi dari masalah tersebut di pasar modal (Riyanto, 2007, p. 5).

Kemungkinan tentang jawaban atas kenyataan pola pembayaran dividen di lapangan yang bertentangan dengan teori tersebut memiliki dua alasan. Pertama, model dividen yang dibangun oleh MM tidak membolehkan terjadinya suatu masalah, seperti masalah agensi atau *asymmetric information* antara manajer perusahaan dan pemegang saham. Kemungkinan jawaban kedua adalah kita memang sebenarnya tidak memahami mengapa perusahaan membayar dividen (Arifin, 2005, p. 5).

### ***Bird-in-the Hand Theory***

Teori ini merupakan teori dari Myron Gordon dan Jhon Lintner yang berpendapat bahwa keuntungan investor ( $k_c$ ) akan meningkatkan besarnya investasi dalam suatu perusahaan dan sebagai akibatnya, maka dalam perusahaan tersebut akan terjadi penurunan pembayaran dividennya, sehingga investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*. Pada dasarnya Gordon dan Lintner, menyadari apabila biaya modal sendiri akan naik jika *Dividend Payout Ratio* (DPR) rendah. Maka dari itu, investor lebih menyukai untuk menerima dividen dibanding *capital gains*.

Pendapat Gordon dan Lintner tersebut diperkuat oleh argumen dari Ratih Fitria Sari (2010) yang mengemukakan jika hal tersebut dikarenakan dividen merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sedangkan *capital gains* merupakan faktor yang dikendalikan oleh pasar melalui mekanisme penentuan harga saham (Ratih Fitria Sari, 2010: 35). Namun, MM menganggap bahwa argumen yang dikemukakan Gordon dan Lintner adalah suatu kesalahan. MM berpendapat bahwa pada akhirnya investor akan memilih untuk kembali menginvestasikan dividen yang mereka dapat pada perusahaan yang sama atau pada perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

Pendapat Gordon-Litner ini oleh MM tersebut diberi nama *Bird-in-the Hand Theory*. Maka dari itu, MM menyimpulkan jika tingkat resiko di masa datang bukannya ditentukan oleh kebijakan dividen, tetapi justru ditentukan oleh tingkat risiko investasi baru.

### ***Tax Differential Theory***

Teori ini dikemukakan oleh Lintzberg dan Ramaswarny. Mereka menyatakan bahwa apabila dividen dikenai pajak dengan jumlah yang lebih tinggi daripada pajak *capital gain*, maka pemodal menginginkan agar dividen tersebut dibagikan dalam jumlah kecil dengan maksud memaksimumkan nilai perusahaan.

Teori ini juga menjelaskan bahwa adanya perbedaan pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gain*, adanya pajak yang dikenakan pada dividen dan *capital gains* membuat investor lebih menyukai *capital gains* daripada dividen agar mereka dapat menunda pembayaran pajak. Oleh sebab itu, investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* yang tinggi dengan *capital gains* yang rendah, daripada saham dengan *dividend yield* rendah dengan *capital gain* tinggi, jika pajak atas dividen lebih besar dari pajak atas *capital gain*, perbedaan ini makin terasa.

Menurut Hanafi (2004) terdapat dua isu yang terkait dengan dividen, yaitu sebagai berikut:

#### ***Information Content Hypothesis***

Ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen, dan sebaliknya harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Sekilas fenomena tersebut tampak konsisten dengan argumen bahwa dividen meningkatkan nilai perusahaan. Namun menurut argumen lain, dividen tidak menyebabkan fluktuasi harga, tetapi prospek perusahaan yang ditunjukkan oleh fluktuasi dividen yang dibayarkan, dan menyebabkan perubahan harga saham.

Ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen, dan sebaliknya harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Sekilas fenomena tersebut tampak konsisten dengan argumen bahwa dividen meningkatkan nilai perusahaan. Namun menurut argumen lain, dividen tidak menyebabkan fluktuasi harga, tetapi prospek perusahaan yang ditunjukkan oleh fluktuasi dividen yang dibayarkan, dan menyebabkan perubahan harga saham.

MM berkesimpulan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dividen tidak berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen dibandingkan dengan laba ditahan. Kenyataan bahwa harga saham berubah mengikuti perubahan dividen semata-mata karena adanya *information content* dalam pengumuman dividen.

### ***Clientile Effect***

Teori ini menyatakan bahwa *clientele* (kelompok) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda pula terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada waktu dekat akan lebih menyukai tingkat DPR yang tinggi begitu pula sebaliknya.

Teori ini juga menyimpulkan bahwa suatu perusahaan dapat menentukan kebijakan dividen yang oleh manajemen dianggap paling baik karena adanya dua kelompok investor dengan dua kepentingan yang bertentangan (Sartono, 2001). Menurut argumen ini, kebijakan dividen ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu. Ada kelompok pemegang saham yang lebih menyukai penghasilan saat ini berharap mendapatkan *dividend payout ratio* yang tinggi. Dan ada kelompok investor yang lebih memilih *capital gain* karena berpacok rendah daripada dividen. Kebijakan dividen yang berubah-ubah akan mengacaukan efek klien tersebut, menyebabkan harga saham berubah.

Teori lain yang mampu menjelaskan dividen dikemukakan pula oleh Arifin (2011, p. 107-122), sebagai berikut:

### ***Agency cost atau contracting model of dividends (Agency Cost Model).***

Ada dua teori utama dalam kebijakan dividen yang dapat digunakan untuk menjelaskan teori kebijakan dividen itu sendiri yaitu *agency cost/contracting model of dividends (Agency Cost Model)* dan *dividend signaling model*. *Agency Cost Model* merupakan teori yang banyak dianut ilmuwan keuangan saat ini untuk menjelaskan fakta dalam pembayaran dividen.

Model ini berasumsi bahwa pembayaran dividen didorong oleh upaya untuk mengurangi masalah agensi yang muncul karena pada perusahaan tersebut terdapat pemisahan antara pemilik dan manajer. Pembayaran dividen dilakukan karena manajer ingin memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara mengurangi biaya yang muncul akibat konflik agensi antara manajer dan pemegang saham karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol di perusahaan-perusahaan besar.

Model ini yang akan memodifikasi model *irrelevance*-nya Modigliani juga Miller dengan memasukkan unsur ketidaksempurnaan pasar. Secara teori model *agency cost* memang tidak selegan teori *signaling* namun dia memberikan penjelasan yang masuk akal dan dapat dipercaya berkaitan dengan mengapa ada

pembayaran dividen dalam suatu perusahaan serta mengapa pembayaran dividen memiliki pola berbeda-beda pada pengamatan *cross-sectional*.

Satu hal penting dalam manajemen keuangan, adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang digunakan untuk memaksimalkan harga saham, tetapi di dalam kenyataan tidak jarang manajer memiliki tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Manajer diangkat oleh pemegang saham maka idealnya mereka bertindak sesuai keinginan pemegang saham, tetapi dalam praktiknya sering terjadi konflik (Hardiningsih & Oktaviani, 2012)

Hubungan keagenan merupakan hubungan yang rawan konflik yaitu konflik yang timbul karena adanya perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemilik modal dalam perusahaan, yang akan memunculkan permasalahan antara kepentingan (*conflict of interest*). Sebagai agen dari pemilik, manajemen seharusnya bertindak untuk kemakmuran pemilik, namun karena resiko yang kemungkinan akan diterima oleh manajemen, maka mereka dalam pengambilan keputusan juga mempertimbangkan kepentingannya. Perbedaan kepentingan ini yang akan memunculkan masalah-masalah keagenan (*agency problem*).

Masalah keagenan muncul dalam dua bentuk, yaitu antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen (*agent*) dan juga hubungan antara pemegang saham dengan pemilik obligasi (pemberi kredit). Masalah keagenan (*agency problem*) yang potensial ini akan muncul ketika manajer perusahaan memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Masalah keagenan (*agency problem*) yaitu konflik kepentingan yang potensial terjadi antara agen (manajer) dan pemegang saham dari pihak luar atau pemberi hutang (kreditur).

Hubungan keagenan adalah hubungan yang terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan (*principal* dengan investor) dan pengendalian (agen dengan manajer) (Hardiningsih & Oktaviani, 2012). Kepemilikan ini diawali oleh investor yang akan mendelegasikan kewenangan kepada agen, dalam hal ini manajer diberi kewenangan untuk mengelola kekayaan investor. Investor mempunyai harapan akan memperoleh keuntungan dengan bertambahnya kekayaan dan kemakmuran investor (Gustiandika & Hadiprajitno, 2014).

Teori keagenan dilandasi oleh tiga buah asumsi, yaitu asumsi tentang sifat manusia, asumsi tentang keorganisasian, dan asumsi tentang informasi. Asumsi tentang sifat manusia menekankan bahwa manusia memiliki sifat untuk mementingkan diri sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*), dan tidak menyukai resiko (*risk aversion*). Asumsi tentang keorganisasian adalah adanya konflik antara anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria produktivitas, dan adanya *asymmetric information* antara pihak *principal* dan *agent*. Asumsi tentang informasi adalah bahwa informasi dipandang sebagai barang komoditi yang diperjual belikan (Eisenhardt, 1989). Teori keagenan akan menjadi landasan dalam penelitian ini karena sesuai dengan area penelitian, yaitu bagaimana laporan keuangan mencerminkan hal-hal (dalam hal ini kebijakan dividen) yang akan menjadi hak dari pihak agen.

Biaya keagenan timbul akibat adanya konflik antara agen dan prinsipal. Konflik tersebut bisa diatasi dengan adanya amanah oleh agen dan juga prinsipal. Sebagaimana firman Allah yang artinya:

“*Sesungguhnya, Allah menyuruhmu menyampaikan amanat kepada yang berhak menerimanya, dan apabila kamu menetapkan hukum di antara manusia hendaknya kamu menetapkan dengan adil. Sesungguhnya Allah sebaik-baik yang memberi pengajaran kepadamu. Sungguh, Allah Maha mendengar, Maha melihat*”. (Q.S. An-Nisā’ [87]: 58)

Dari ayat di atas maka dapat dijelaskan pula jika manusia diperintah Allah untuk menyampaikan amanah kepada yang berhak menerimanya, hal ini berkaitan dengan tatanan dalam berinteraksi sosial. Sifat dan sikap amanah harus menjadi kepribadian atau sikap mental setiap individu dalam komunitas masyarakat agar tercipta harmonisasi hubungan dalam setiap gerak langkah kehidupan. Dengan memiliki sikap mental yang amanah akan terjalin sikap saling percaya, *positif thinking*, jujur dan transparan dalam seluruh aktifitas kehidupan yang pada akhirnya akan terbentuk model masyarakat yang ideal yaitu masyarakat aman, damai dan sejahtera.

Seperti halnya dengan amanah yang diberikan untuk melaksanakan tugas perusahaan. Diharapkan agar manajer dapat melaksanakan tugasnya dengan baik dan tidak mementingkan kepentingannya sendiri. Dengan begitu investor akan percaya dengan amanah yang sudah diberikan kepada manajer dan kecil kemungkinan konflik yang akan terjadi antara manajer dan investor.

### ***Dividend Signaling Model***

Teori yang kedua adalah *dividend signaling model* yang berpendapat bahwa dividen diperlukan dalam memberikan informasi positif dari manajer yang mempunyai informasi yang *well-informed* ke pemegang saham yang *poorly-informed*. Menurut Zaenal Arifin dalam bukunya teori keuangan dan pasar model *signaling* dibangun sebagai upaya memaksimalkan nilai perusahaan lewat pembayaran dividen dengan asumsi ada *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham.

Model ini muncul berdasarkan pada ide bahwa manajer perusahaan yang prospek keuangannya benar-benar bagus tidak dapat menyampaikan informasi yang handal kepada *uniformed investor* dengan ‘tanpa biaya’, karena penyampaian informasi tanpa biaya yang berasal dari perusahaan bagus akan dapat ditiru oleh perusahaan yang prospeknya tidak bagus. Hal ini terjadi karena investor mengetahui bahwa perusahaan yang tidak bagus akan terdorong untuk menyampaikan informasi sebagaimana yang disampaikan oleh perusahaan yang berprospek bagus maka investor akan bersikap tidak mempercayai kembali hasil pengumuman-pengumuman tentang prospek perusahaan tersebut, akibatnya semua perusahaan akan sama prospeknya di mata investor, tidak akan ada yang lebih bagus dibandingkan dengan yang lainnya.

Dividen merupakan suatu yang dapat memberatkan bagi perusahaan yang membayarnya karena perusahaan harus selalu menyediakan sejumlah kas dalam jumlah yang relatif permanen untuk membayar dividen di masa yang akan datang. Disamping itu, pembayaran dividen itu juga dapat mengurangi kesempatan perusahaan itu untuk menjalankan investasi yang menghasilkan NPV positif.

Tindakan perusahaan yang memberikan sinyal dengan hasil pembayaran dividennya, sesungguhnya termasuk dalam tindakan penghamburan (*burning*



*money*), namun perusahaan yang bagus prospeknya akan dapat menutup biaya sinyal ini di kemudian hari karena dapat menjual saham baru dengan harga yang lebih tinggi sedangkan perusahaan yang buruk prospeknya tidak dapat melakukan hal tersebut. Model *signaling* konsisten dengan observasi bahwa *dividend payout* berhubungan erat dengan profitabilitas dan perusahaan yang *free cash flows* besar membayar dividen dalam jumlah besar.

### **Teori Residual**

Teori lain yang dapat menjelaskan mengenai kebijakan dividen adalah teori residual. Dividen hanya akan dibayarkan jika masih ada uang tersisa setelah semua investasi yang menghasilkan NPV Positif telah didanai. Menjadikan dividen sebagai residual merupakan strategi yang rasional untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan pada industri yang tingkat pertumbuhannya tinggi akan menahan hampir seluruh labanya sementara bagi perusahaan yang industrinya kurang berkembang justru akan cenderung membayar dividen yang tinggi.

Teori residual dapat digunakan untuk menjelaskan alasan dibagikan atau tidaknya dividen kepada para pemegang saham serta untuk menjelaskan adanya pola "*life-cycle*" pembayaran pada setiap perusahaan. Ketika sebuah perusahaan masih muda dia cenderung membagikan dividen dalam jumlah kecil namun ketika perusahaan sudah mencapai pada tahap dewasa dan tingkat pertumbuhannya menurun maka *dividend payout*-nya akan meningkat. Penjelasan lain yang berkaitan dengan teori kebijakan residual atas dividen adalah karena perusahaan lebih mementingkan kebijakan struktur modalnya daripada kebijakan dividen.

Berdasarkan uraian di atas maka kebijakan residual hanya akan dibayarkan jika masih ada uang tersisa setelah semua kesempatan investasi yang menghasilkan NPV positif telah didanai. Hal ini dilakukan untuk menjaga struktur modal pada target tertentu, dan jika masih tersisa uang dari laba yang dipakai untuk menjaga target struktur modal di dalam perusahaan, sehingga uang tersebut dibayarkan sebagai dividen, maka besarnya dividen yang akan dibagikan ditentukan terakhir setelah mempertimbangkan besarnya investasi, besar laba, target struktur modal, dan keputusan jumlah saham baru yang akan diterbitkan. Teori residual pada dasarnya memang di satu sisi dapat menjelaskan beberapa fakta tentang kebijakan dividen namun di sisi lain ada fakta yang bertentangan dengan prediksi teori residual.

### **Dividen Sebagai Penyampaian Informasi**

Pasar modal yang ditemukan memiliki ciri-ciri adanya *asymmetric information* antara pemegang saham dan orang dalam perusahaan (manajer), maka pembayaran dividennya pun dapat menjadi penyampaian informasi yang terpercaya dan sulit ditiru oleh perusahaan yang kinerjanya lemah. Setiap kebijakan dividen dapat menjadi bahan penilaian oleh investor (pihak yang tidak memiliki informasi lengkap mengenai perusahaan) tentang kinerja perusahaan.

Ketika perusahaan membayar dividen untuk pertama kalinya, investor dapat menginterpretasikan bahwa saat ini manajer yakin bahwa profitabilitas perusahaan tidak hanya cukup untuk membiayai kesempatan investasi tetapi juga dapat untuk

mebayarkan dividen, karena investor dan manajer mengerti bahwa sekali dividen dibayarkan maka sangat jarang dividen tersebut besarnya akan diturunkan, maka investor juga akan menganggap inisiasi dividen tersebut sebagai keyakinan manajer bahwa laba perusahaan di masa yang akan datang dapat menunjang kesempatan-kesempatan investasi baru.

Banyak bukti empiris yang mendukung pendapat bahwa dividen merupakan penyampaian informasi, diawali oleh artikel klasiknya Lintner yang mendokumentasikan bahwa manajer menetapkan besarnya dividen suatu perusahaan dengan sangat hati-hati karena tingkat dividen yang ditetapkan akan menjadi bahan tetap bagi perusahaan dalam waktu-waktu mendatang. Lintner menunjukkan bahwa manajer dalam suatu perusahaan lebih menaruh perhatian pada perubahan *dividend per share* yang sekarang daripada menemukan *dividend payout ratio* yang tepat.

Pada dasarnya manajer sebenarnya memiliki target *payot ratio* didalam benaknya dan pembayaran *dividend per share* dikaitkan dengan perkiraan laba yang akan diperoleh perusahaan pada masa-masa mendatang. Temuan ketiga yang juga sangat penting dalam hal ini dilakukan oleh Aharony dan Swary yang mendokumentasikan tentang respon investor di pasar modal terhadap peningkatan perusahaan, penurunan, dan tidak berubahnya dividen. Berdasarkan beberapa temuan diatas maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal bereaksi secara simultan dan terprediksi terhadap pengumuman perubahan dividen.

### **Struktur Kepemilikan dan Kebijakan**

Banyak fakta-fakta empiris yang dapat dijelaskan oleh pendekatan ini, yaitu bahwa dividen dalam suatu perusahaan berfungsi sebagai penyampaian informasi, namun masih ada fakta empiris lain yang masih tidak konsisten dengan pendekatan ini. Fakta ini pun akhirnya dapat dijelaskan pula dengan adanya perbedaan investasi yang terdapat di berbagai negara, namun terdapat perbedaan yang tajam pula antara pembayaran dividen perusahaan besar dan kecil, privat, dan publik yang terkait dengan struktur kepemilikan perusahaan.

Struktur kepemilikan mempengaruhi besarnya dividen dari dua sisi yang berbeda. Pertama, ketika kepemilikan suatu perusahaan terkonsentrasi (beberapa pemilik), *asymmetric information* antara orang dalam dan orang luar perusahaan relatif kecil sehingga manajer tidak perlu menggunakan dividen untuk menyampaikan informasi. Perusahaan privat yang dimiliki oleh hanya beberapa orang yang saling mengenal satu sama lain jelas memiliki *asymmetric information* yang sangat kecil, oleh karena itulah perusahaan privat cenderung jarang membayarkan dividen dan jika membayar dividen jumlahnya relatif kecil.

Alasan kedua yaitu pada saat tingkat pembayaran antara kepemilikan dan kontrol yang rendah pada perusahaan privat dan perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi sedangkan pada perusahaan publik, tingkat pemisahan antara kepemilikan dan kontrol sangatlah tinggi. Pemisahan antara kepemilikan dan kontrol memunculkan masalah agensi. Salah satu cara untuk mengurangi masalah agensi karena menyebarkan kepemilikan perusahaan dan besarnya *free cash flow* dalam perusahaan adalah dengan melakukan pembayaran dividen.

Mengurangi masalah agensi dengan cara membayar dividen dalam jumlah besar merupakan metode *bonding*, suatu metode yang menunjukkan komitmen manajer untuk melakukan aktivitas yang dapat memaksimalkan nilai dalam suatu perusahaan. Mekanisme *bonding* dengan meningkatkan jumlah dividen merupakan mekanisme yang efektif karena pasar akan menghukum perusahaan ketika dividen perusahaan pada periode yang akan datang mengalami penurunan.

### C. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan hasil penelitian yang berbeda, penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

#### 1. Pengaruh *Leverage* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui *Intervening Profitabilitas*.

Besarnya hutang dalam suatu perusahaan dapat diukur menggunakan rasio *leverage*. Rasio *leverage* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur berapa besar penggunaan utang dalam pembelanjaan perusahaan.

Pada dasarnya tingkat *leverage* yang rendah akan mengantarkan *profitabilitas* pada tingkat yang lebih tinggi, oleh karena itu resiko gagal bayar pun akan semakin kecil. Hal ini sejalan dengan *balancing theory* yang menyatakan bahwa penggunaan hutang dapat ditambah selama manfaat masih besar, maksudnya yaitu bertambahnya hutang maka akan meningkatkan asset perusahaan, sehingga dapat dikatakan perusahaan akan memperbesar hutang untuk memberikan manfaat bagi perusahaan melalui penambahan dana, sehingga profitabilitas perusahaan dapat dimaksimalkan (Hluyol et. al, 2014). Hal ini sesuai pula dengan konsep persamaan akuntansi, dimana jumlah total asset sama dengan modal sendiri ditambah dengan hutang.

Teori *balancing* ini sebenarnya berusaha untuk dapat menyeimbangkan proporsi hutang, sehingga ketika manfaat dari penggunaan hutang yang di ambil perusahaan sudah tidak lebih besar, maka resiko akan penurunan profitabilitas atau bahkan akan menimbulkan kebangkrutan juga semakin meningkat, begitu sebaliknya (Shan dan Khan, 2007).

Ketika profitabilitas dalam perusahaan dapat dimaksimalkan maka akan berdampak pada pembagian dividen, hal ini sejalan dengan penelitian Rahmalia (2017) yang menjelaskan jika semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka dividen yang dibagikan juga semakin tinggi. Keuntungan yang diperoleh perusahaan pun merupakan sinyal yang positif bagi pemegang saham untuk memperoleh dividen yang diharapkan. Hal ini juga dapat dipertegas melalui teori sinyal.

Menurut Wahyudin (2012:64) teori sinyal (*signaling theory*) adalah informasi yang dikeluarkan oleh manajemen atau perusahaan, yang pada dasarnya merupakan sinyal bagi para pelaku pasar (investor). Dimana dalam kerangka teori sinyal dapat dipahami bahwa profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu yang dianggap dapat menjadi sinyal bagi perusahaan untuk menarik minat investor agar mau menanamkan modalnya. Dengan kata lain, dapat dikatakan bahwa berdasarkan teori sinyal,

perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan meningkatkan pengaruh hutang terhadap pembagian *dividend payout ratio* (Yusuf, & Gasim, 2015).

Hal itu sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Zahra (2017) yang menjelaskan jika profitabilitas mampu memediasi hubungan *leverage* dengan kebijakan dividen, sehingga berdasarkan uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis pertama sebagai berikut:

**H<sub>1</sub> : Profitabilitas memediasi antara *leverage* (DAR) dengan *dividend payout ratio*.**

## **2. Pengaruh Likuiditas Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui *Intervening Profitabilitas*.**

Rasio likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Posisi likuiditas sangat berpengaruh terhadap kemampuan pembayaran dividen begitu juga dengan tingkat profitabilitas yang dimiliki perusahaan, oleh karena itu likuiditas dan profitabilitas sama-sama memiliki peran yang penting dalam mempengaruhi besarnya *dividen* tunai yang dibayarkan ( Gede Adi Y, Ambarwati & Ni Kadek, 2015).

*Likuiditas* juga mempengaruhi besarnya *profitabilitas*, dimana pada dasarnya *likuiditas* dan *profitabilitas* adalah dua faktor yang saling bertolak belakang, jadi jika ingin memaksimalkan *likuiditas* maka perusahaan harus mengorbankan peluang untuk memperoleh laba yang tinggi, begitu sebaliknya (Wolf, 2007).

Penjelasan tersebut dipertegas melalui teori *Trade-Off Between Liquidity and Profitability*, dimana tingkat likuiditas diatur dengan cara yang berbeda dengan profitabilitas, dipertegas pula dengan penjelasan dari hasil penelitian Arthesa (2006) yaitu di satu sisi bank harus menjaga tingkat kestabilan alat likuiditasnya, namun di sisi lain bank harus mencari keuntungan demi kelancaran usaha bank. Hal ini sesuai juga dengan penelitian Anisa (2017) yang menjelaskan semakin tinggi tingkat likuiditas maka dapat dikatakan perusahaan memiliki kemampuan yang besar dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga ketika likuiditas perusahaan dapat dijaga kesetabilannya akan meningkatkan kredibilitas perusahaannya pula, yang tentunya akan menarik investor untuk memberikan modalnya bagi perusahaan tersebut, dan pada akhirnya upaya dalam memperoleh keuntungan juga dapat terpenuhi yang dapat tergambarkan melalui tingkat profitabilitas perusahaannya.

Teori sinyal mempertegas pengaruh profitabilitas pada hubungan likuiditas dan kebijakan dividen, dimana berdasarkan kerangka teori sinyal dapat dipahami bahwa profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu yang dianggap dapat menjadi sinyal bagi perusahaan untuk menarik minat investor agar mau berinvestasi dalam perusahaan tersebut.

Tingkat profitabilitas yang baik juga akan berdampak pada pembagian dividen. Hal ini sejalan dengan penelitian Anisa (2017) yang menjelaskan semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka dividen yang dibayarkan juga akan relatif besar. Oleh karena itu dapat dikatakan bahwa kinerja perusahaan pun dalam kondisi yang baik.

Sehingga perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi akan meningkatkan pengaruh likuiditas terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Zahra (2017) yang menyatakan profitabilitas mampu memediasi hubungan likuiditas dengan kebijakan dividen, sehingga berdasarkan uraian diatas, dapat dirumuskan hipotesis kedua sebagai berikut:

**H<sub>2</sub> : Profitabilitas memediasi antara likuiditas (CR) dengan *dividend payout ratio*.**

### **3. Pengaruh *Growth* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui *Intervening Profitabilitas*.**

Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, menunjukkan tingkat atau jumlah aset yang dimiliki perusahaan dalam mempengaruhi produktivitas dan efisiensi perusahaan. Sehingga perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan tinggi akan mampu meningkatkan *market share* bagi perusahaannya. Dengan kata lain, dapat dikatakan bahwa penjualan perusahaannya juga akan meningkat dan perusahaan mampu menghasilkan laba yang tinggi (Sari & Abudanti, 2014), hal ini berarti penilaian terhadap rasio profitabilitasnya juga tinggi. Pertumbuhan perusahaan yang baik menggambarkan tolak ukur keberhasilan perusahaan tersebut. Hal ini dipertegas oleh penelitian Yuniningsih (2002) juga Sari dan Sudharni (2015) yang menyatakan bahwa keberhasilan tersebut juga menjadi tolak ukur investasi untuk pertumbuhan pada masa yang akan datang.

Penjabaran tersebut dipertegas oleh teori sinyal yang menjelaskan bahwa bentuk informasi yang dikeluarkan oleh manajemen atau perusahaan, merupakan sinyal bagi para pelaku pasar (investor), sehingga dapat dipahami pula melalui kerangka teori sinyal bahwa keuntungan tersebut tergambar dari tingkat profitabilitas perusahaannya, yang mana mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu yang dianggap dapat menjadi sinyal bagi perusahaan untuk menarik minat investor agar mau berinvestasi dan menanamkan modalnya dalam perusahaan.

Tingkat profitabilitas yang baik tentunya akan mempengaruhi pembagian dividen. Hal ini sejalan dengan penelitian Ekawati dan Siswono (2015) yang menjelaskan jika semakin tinggi tingkat profitabilitas maka semakin besar dividen yang dapat dibagikan kepada pemegang saham. Dipertegas oleh peran *signaling theory* bahwa keuntungan yang diperoleh perusahaan dapat menjadi sinyal positif bagi pemegang saham untuk memperoleh dividen yang diharapkan.

Oleh karena itu, dapat dikatakan jika perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi mampu mempengaruhi pertumbuhan perusahaannya dan pada akhirnya akan berdampak terhadap jumlah dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Hal ini sejalan dengan penelitian Zahra (2017) yang menjelaskan bahwa pembagian dividen dapat diprediksi melalui tingkat pertumbuhan perusahaan yang dijumpai besarnya profitabilitas yang dimiliki perusahaan tersebut.

Berdasarkan Penjabaran diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis ketiga dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

**H<sub>3</sub> : Profitabilitas memediasi antara *growth* dengan *dividend payout ratio*.**



#### **4. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap *Dividend Payout Rati* Melalui *Intervening Profitabilitas*.**

Perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung memiliki suatu kemudahan dalam aksesnya menuju pasar modal dan memiliki kemampuan untuk menguasai pasar karena perusahaan yang besar memiliki aset yang lebih, dibanding perusahaan dengan skala kecil. Semakin maksimal aktiva yang diperoleh perusahaan maka laba perusahaan tersebut juga dapat di maksimalkan, karena aktiva perusahaan itu selanjutnya dapat digunakan oleh perusahaan untuk berbagai agenda perusahaan misalnya yaitu kegiatan operasional perusahaan yang tujuannya untuk memperoleh laba (Ambarwati & Ni Kadek, 2015).

Hal ini mendukung *signaling theory* yaitu investor cenderung lebih tertarik pada perusahaan berskala besar, karena perusahaan berskala besar cenderung memiliki kondisi penjualan yang stabil. Kestabilan ini menarik investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut, maka dapat dikatakan bahwa kinerja dalam perusahaan tersebut juga sangat baik, oleh karena itu dengan laba yang besar, maka perusahaan memiliki kecukupan dana untuk membayar *dividen* kepada para pemegang sahamnya (Idawati & Sudiartha, 2013).

Teori sinyal juga menjelaskan jika laba yang diperoleh perusahaan tergambar melalui tingkat profitabilitasnya, yang dianggap dapat menjadi sinyal bagi perusahaan untuk menarik minat investor agar mau berinvestasi dan menanamkan modalnya dalam perusahaan. Sehingga berdasarkan teori sinyal ini dapat ditarik kesimpulan bahwa sinyal tersebut merupakan gambaran mengenai prospek perusahaan dimasa depan. Oleh karena itu, dapat dikatakan perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan mampu meningkatkan pengaruh ukuran perusahaan terhadap pembagian dividennya. Berdasarkan uraian diatas, dapat dirumuskan hipotesis keempat sebagai berikut:

**H<sub>4</sub> : Profitabilitas memediasi antara *size* dengan *dividend payout ratio*.**

#### **5. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui *Intervening Profitabilitas*.**

Pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan dalam perusahaan dapat memicu timbulnya konflik agensi, yang dapat dijelaskan melalui teori *agency*, dimana teori ini menjelaskan bahwa terdapat pertentangan antara keputusan yang diambil oleh pemilik perusahaan dengan keputusan yang akan diambil oleh manajer perusahaan. Sehingga semakin meningkatnya kepemilikan saham oleh manajemen, maka perusahaan akan cenderung bertindak hati-hati, karena pihak manajemen akan menanggung setiap konsekuensi dari manfaat yang diambil, untuk itu manajer akan berusaha mengelola perusahaan secara optimal dan dapat tetap berpartisipasi secara aktif dalam membuat suatu keputusan bagi perusahaannya, dengan berusaha agar mampu menghasilkan kinerja yang baik, sehingga tingkat profitabilitas dalam perusahaannya pun dapat dimaksimalkan (Dewi, 2008).

Tingkat profitabilitas yang baik tentu akan berdampak pada pembagian dividen kepada pemegang saham. Ketika laba yang dicapai perusahaan dapat dimaksimalkan, maka akan menjadi sinyal positif bagi pemegang saham untuk

memperoleh dividen sesuai dengan yang diharapkan. Hal ini sejalan dengan penelitian Kusmuriyanto (2015) yang menjelaskan tingkat profitabilitas yang baik akan mempengaruhi pembagian dividennya.

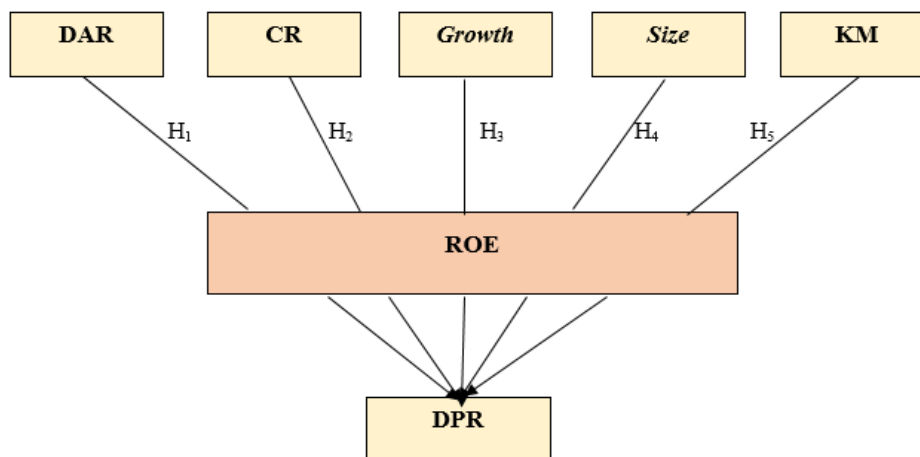
Dipertegas oleh teori sinyal yang menjelaskan apabila informasi yang dikeluarkan oleh manajemen atau perusahaan merupakan sinyal bagi para pelaku pasar (investor), dimana dalam kerangka teori sinyal ini juga dikatakan apabila profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu yang dianggap dapat menjadi sinyal bagi perusahaan untuk menarik minat investor agar mau menanamkan modalnya.

Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan semakin meningkatkan pengaruh dari kepemilikan saham manjerial terhadap pembagian dividen perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Holder et al. (1998), Myers and Bacon (2004), Kania dan Bacon (2005), juga Al-Malkawi (2007).

Berdasarkan uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis kelima sebagai berikut:

**H<sub>5</sub> : Profitabilitas memediasi antara kepemilikan manajerial dengan *dividend payout ratio*.**

Untuk memudahkan pemahaman tentang rerangka teoretis di atas, maka disajikan Bagan Kerangka Teoretis dalam Gambar 1.



Keterangan:

DER : *Debt to Equity Ratio/ Leverage*

CR : *Current Ratio/ Likuiditas*

*Growth* : *Pertumbuhan Perusahaan*

KM : *Managerial Ownership/ Kepemilikan Manajerial*

*Size* : *Ukuran Perusahaan*

ROE : *Return on Assets/ Profitabilitas*

**Gambar 1: Bagan Kerangka Teoretis**

## D. Metode Penelitian

### 1. Jenis dan Sifat Penelitian

Jenis penelitian ini yaitu *explanatory research* yang menekankan pengujian pada teori menggunakan pengukuran variabel secara kuantitatif dan melakukan analisis data melalui prosedur statistika (Handayani, 2009, p.64-71).

### 2. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Index Saham Syariah Indonesia* (ISSI) pada tahun 2012-2016. Menggunakan teknik *porposive sampling*, sampel penelitian terpilih sebanyak 23 perusahaan. Tabel 2 menampilkan perusahaan yang lolos untuk diuji sebagai sampel penelitian.

**Tabel 2**  
**Daftar Perusahaan Sampel**

NO	KODE	NAMA SAHAM
1	ACES	Ace Hardware Indonesia Tbk
2	ADRO	Adaro Energy Tbk
3	AKRA	AKR Corporindo Tbk
4	ALKA	Alakasa Industrindo Tbk
5	ASII	Astra International Tbk
6	AUTO	Astra Otoparts Tbk
7	CSAP	Catur Sentosa Adiprana Tbk
8	CTBN	Citra Tubindo Tbk
9	CTRA	Ciputra Development Tbk
10	DGIK	Nusa Konstruksi Enjiniring Tbk
11	EKAD	Ekadharma International Tbk
12	GEMA	Ekadharma International Tbk
13	HRUM	Harum Energy Tbk
14	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
15	ITMG	Indo Tambangraya Megah Tbk
16	LTLS	Lautan Luas Tbk
17	MTLA	Metropolitan Land Tbk
18	PBRX	Pan Brothers Tbk
19	RAJA	Rukun Raharja Tbk
20	SMCB	Holcim Indonesia Tbk
21	SMSM	Selamat Sempurna Tbk
22	TCID	Mandom Indonesia Tbk
23	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk

Sumber : Perusahaan-Perusahaan di ISSI dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), diolah.

### 3. Devinisi Operasional Variabel Data

#### a. Variabel Dependen

Variabel dependen atau variabel terikat adalah variabel yang dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel independen atau variabel bebas (Sekaran, 2003). Variabel kebijakan dividen diberi simbol DPR (*dividend payout ratio*). DPR merupakan perbandingan antara dividen dan laba bersih perusahaan (Septi, 2014, p. 23).

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Erning Per Share}}$$

#### b. Variabel Independen

Variabel independen atau variabel bebas adalah variabel yang membantu menjelaskan varians dalam variabel terikat (Sekaran, 2003).

##### 1) *Leverage*

*Leverage* timbul karena perusahaan dalam operasinya menggunakan aktiva dan sumber dana yang menimbulkan beban tetap, yang berupa biaya penyusutan dari aktiva tetap, dan biaya bunga dari hutang (Maharani, 2013, p. 3). *Leverage* disini diukur menggunakan DER, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total asset}} \times 100\%$$

##### 2) Likuiditas

Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya yang harus segera dipenuhi (Munawir, 2002). Likuiditas perusahaan yang tinggi menandakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya termasuk membayar *dividen*. Likuiditas disini diukur menggunakan *CR/current ratio*, dengan rumus seperti dibawah ini:

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

##### 3) *Growth*

Rasio pertumbuhan adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan mempertahankan posisi ekonominya semakin tinggi pertumbuhan berarti semakin baik perusahaan tersebut. *Growth* dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Growth} = \frac{\text{Harga Pasar Per Lembar Saham}}{\text{Nilai Buku Per Lembar Saham}}$$

##### 4) Kepemilikan Manajerial

Persentase kepemilikan manajerial merupakan persentase saham yang dimiliki oleh manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan suatu

keputusan dan adanya perbedaan proporsi saham yang dimiliki oleh investor luar tersebut dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan (Anggie, 2013, p. 2-3). Kepemilikan Manajerial disini diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{KM} = \frac{\text{Jumlah Saham yang dimiliki Komisaris \& Direksi}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

#### 5) Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan yang besar membuat perusahaan lebih mudah untuk mengakses pasar modal. Hal tersebut membuat perusahaan lebih mudah untuk mendapat tambahan dana untuk operasinya. Selain itu perusahaan yang besar akan membagikan dividen demi menjaga reputasi dimata investor. Sehingga ukuran perusahaan seberapa besar asset yang dimiliki perusahaan (Wirananati & Nugrahanti, 2013).

Ukuran perusahaan disini diukur dengan rumus seperti dibawah ini:

$$\text{Size} = \text{Log Total Asset}$$

#### 6) Variabel *Intervening*

Variabel *intervening* adalah tipe variabel-variabel yang mempengaruhi hubungan anatar variabel-variabel independen dengan dependen menjadi hubungan tidak langsung. Variabel *intervening* merupakan variabel yang terletak diantara variabel-variabel independen dengan variabel-variabel dependen, sehingga variabel independen tidak langsung mempengaruhi variabel dependen (Indriantoro dan Supomo, 2014, p. 66).

Variabel *intervening* yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas. Profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan *Return On Equity* (ROE) yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba setelah pajak} \times 100\%}{\text{Total equity}}$$

#### 4. Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di ISSI periode 2012-2016. Data penelitian diperoleh dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan juga [www.syariahsaham.com](http://www.syariahsaham.com), serta dari ICND (*Indonesian Capital Market Direktory*).

#### 5. Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan adalah Model Regresi data panel menggunakan program *eviews 8*.



## E. Analisis Data Dan Pembahasan

### 1. Statistik Deskriptif

Tabel 3 adalah hasil olah data analisis deskriptif menggunakan *eviews 8* dalam penelitian ini.

**Tabel 3**  
Statistik Deskriptif

	DPR	ROE	DAR	CR	Growth	Size	KM
Mean	40.96063	23.83547	46.17301	213.3656	1.771320	12.89555	0.420016
Median	40.00000	13.12000	44.53000	165.3900	1.151574	12.96893	0.153108
Maximum	92.49080	125.9128	180.0000	772.7000	9.926669	20.09684	5.390000
Minimum	5.950000	0.250000	9.800000	46.00000	0.000120	5.338979	2.00E-05
Observations	115	115	115	115	115	115	115

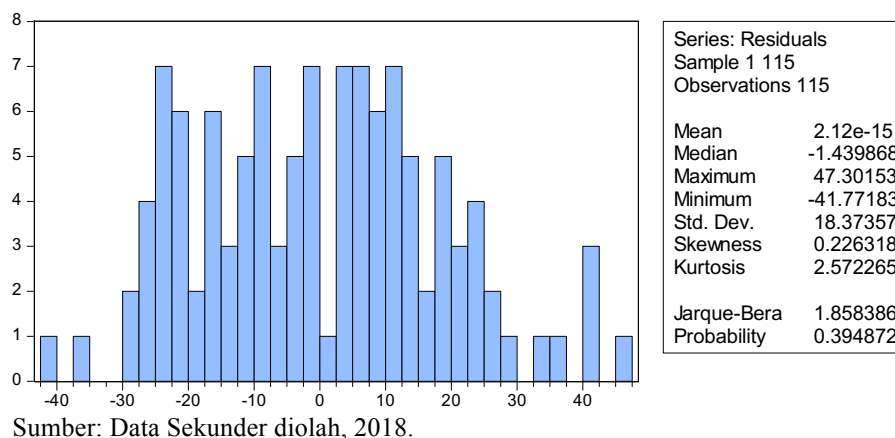
Sumber: Data Sekunder diolah, 2018.

Data dari analisis deskriptif di atas, pergerakan variabel ROA, DAR, CR, *Growth*, *Size*, dan kepemilikan manajerial cukup berfluktuasi dengan kebijakan-kebijakan yang diambil dari masing-masing perusahaan, hal tersebut dapat dilihat pada tabel *mean*, median, maksimum dan minimum dari penelitian diatas, bahwa data ini berdistribusi merata.

## 2. Uji Asumsi Klasik

### a. Uji Normalitas

Hasil uji normalitas menggunakan aplikasi *eviews 8* disajikan dalam Gambar 2. Keputusan terdistribusi normal tidaknya residual secara sederhana yaitu dengan membandingkan nilai probabilitas JB (*Jarque-Bera*) hitung dengan tingkat alpa 0.05 (5%). Jika dilihat dari hasil diatas nilai probabilitas JB hitung sebesar 1.858385 > 0.05, maka dapat disimpulkan jika residual terdistribusi normal yang artinya asumsi klasik tentang kenormalan telah dipenuhi.



**Gambar 2**  
Hasil Uji Normalitas

### b. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dalam penelitian menggunakan metode *Brusch-Godfrey* atau *LM (Langrange Multiplier) Test*. Hasil uji autokorelasi dapat dilihat pada tabel 4. Nilai Prob. F (2,104)  $\neq$  sebesar 0.2646 dapat disebut sebagai nilai probabilitas F hitung. Jika dilihat dari hasil diatas nilai Prob. F hitungnya lebih besar dari tingkat alpha 5 % sehingga, berdasarkan uji hipotesis  $H_0$  diterima yang artinya tidak terjadi autokorelasi.

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Autokorelasi**

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.346755	Prob. F(2,104)	0.2646
Obs*R-squared	2.877966	Prob. Chi-Square(2)	0.2372

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018.

### c. Uji Multikolinearitas

Uji ini dilakukan untuk menguji apakah di dalam model persamaan regresi yang digunakan ditemukan hubungan antar variabel independen. Berdasarkan hasil uji multikolinearitas pada Tabel 5 dapat diketahui bahwa antar variabel independen tidak terjadi multikolinearitas. Suatu data dinyatakan bebas dari multikolinearitas apabila nilai *Centered Variance Inflation Factor (VIF)*  $< 10$ . Dari hasil pengujian di atas maka dapat ditarik kesimpulan data yang digunakan bebas dari multikolinearitas.

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Multikolinearitas**

Variance Inflation Factors  
Date: 03/15/18 Time: 19:19  
Sample: 1 115  
Included observations: 115

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	108.2152	34.92352	NA
ROE	0.005978	2.682797	1.586780
DAR	0.005902	5.454479	1.393860
CR	0.000252	5.241691	1.545871
GROWTH	0.797343	1.847934	1.040571
SIZE	0.318518	18.41464	1.320624
KM	5.849334	1.427093	1.094075

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018.

#### d. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan guna menguji *variance* dari nilai residual suatu penelitian. Suatu data penelitian yang baik adalah data dengan *variance* nilai residual bersifat homoskedastisitas. Hasil pengujian menggunakan metode *uji white* (Tabel 6) dalam menentukan heteroskedastisitas menghasilkan bahwa seluruh variabel yang digunakan (Kebijakan Dividen, Profitabilitas, *Leverage*, Likuiditas, *Growth*, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Manajerial) tidak mengalami heteroskedastisitas karena  $H_0$  diterima, dimana nilai Prob. F (6,108)  $\neq$  sebesar 1.331 atau dapat disebut sebagai nilai probabilitas F hitung lebih besar dari alpha 5%.

**Tabel 6**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.678594	Prob. F(6,108)	0.1331
Obs*R-squared	9.809557	Prob. Chi-Square(6)	0.1329
Scaled explained SS	6.801380	Prob. Chi-Square(6)	0.3396

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018.

### 3. Pemilihan dan Teknik Estimasi Regresi Data Panel

#### a. Estimasi Data Panel Model 1

Pengujian selanjutnya yang akan dilakukan adalah memilih model terbaik yang dapat digunakan dalam penelitian ini, dimana pemilihan model atau teknik estimasi data panel pada dasarnya dapat dilakukan sesuai dengan keadaan penelitian, dilihat dari jumlah individu dan variabel penelitian, namun pemilihan teknik estimasi data panel dapat dilakukan dengan tiga pengujian yaitu : uji *chow*, *hausman* dan LM.

##### 1) Uji Chow

Pengujian ini dilakukan untuk memilih model yang lebih baik antara model *fixed effect* dan model *common effect*. Tabel 7 menyajikan hasil *Uji Chow* menggunakan *views 8*. Menurut Winarno (2011) *uji chow* bisa dilihat dari nilai *probability chi square* nya, apabila  $< 0.05$  maka yang dipilih adalah *fixed effect*, sedangkan jika *probability chi square* nya  $> 0.05$  maka yang dipilih adalah *common effect*. Dari hasil diatas maka dapat disimpulkan apabila *common effect* lebih baik karena *probability chi square*  $> 0.05$ .

**Tabel 4.7**  
**Hasil Uji Chow**

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	38.416831	(22,87)	0.1000
Cross-section Chi-square	272.734850	22	0.1000

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018.

## 2) Uji Hausman

Setelah melakukan uji *chow* peneliti akan menguji model manakah antara *fixed effect* dengan *random effect model* yang paling tepat. Pengujian ini disebut sebagai Uji Hausman. Hasil Uji Hausman disajikan dalam tabel 8. Menurut Winarno (2011) Uji Hausman bisa dilihat dari nilai *probability* >0.05 maka yang dipilih adalah *random effect*, sedangkan jika *probability* < 0.05 maka yang dipilih adalah *fixed effect*. Dari hasil diatas maka dapat disimpulkan apabila *fixed* lebih baik karna *probability* < 0.05.

**Tabel 8**  
**Hasil Uji Hausman**

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob .
Cross-section random	18.817 686	5	0.00 21

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018.

## 3) Uji LM (Langrange Multiple)

Uji ini digunakan untuk memilih persamaan antara *common effect/ pooled least squared* dan *random effect* dengan melihat nilai LM. Karena hasil Uji Hausman menunjukkan bahwa model yang terbaik adalah *random effect model* maka akan dilakukan uji *lagrange multiplier* (untuk menguji ada atau tidaknya heterosedastik kelompok individu atau *crosssection*) dan untuk menentukan model yang terbaik (Uji LM didasarkan pada distribusi *chi-squares* dengan *degree of freedom* sebesar jumlah variabel independen) dengan menggunakan rumus berikut:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[ \frac{T^2 \sum \bar{e}^2}{\sum e^2} - 1 \right]^2$$

$$LM = \frac{115}{2(5-1)} \left[ \frac{5^2 2417938.658}{60448466.46} - 1 \right]^2$$

$$LM = 14.375 [0.9999999996]$$

$$LM = 14.374999994$$

Nilai tabel *chi-squared* dengan *degree of freedom* 2 dan *alpha* 5% adalah 18.817686. Dengan demikian, nilai LM hitung > nilai tabel *chi-squared* (14.374999 < 18.817686) sehingga model yang terpilih adalah *Pooled Least Squared (PLS)* sebagai model data panel yang paling sesuai dan dengan terpilihnya model *Pooled Least Squared*.

## b. Estimasi Data Panel Model 2

Pengujian selanjutnya yang akan dilakukan adalah memilih model terbaik yang dapat digunakan dalam penelitian ini, dimana pemilihan model atau teknik estimasi data panel pada dasarnya dapat dilakukan sesuai dengan keadaan penelitian, dilihat dari jumlah individu dan variabel penelitian, namun pemilihan

teknik estimasi data panel dapat dilakukan dengan tiga pengujian yaitu : uji *chow*, *hausman* dan LM.

### 1) Uji Chow

Hasil Uji Chow Data Panel 2 menggunakan *evIEWS 8* disajikan dalam Tabel 9. Menurut Winarno (2011) uji *chow* bisa dilihat dari nilai *probability chi square* nya, apabila  $< 0.05$  maka yang dipilih adalah *fixed effect*, sedangkan jika *probability chi square* nya  $> 0.05$  maka yang dipilih adalah *common effect*. Dari hasil tersebut maka dapat disimpulkan apabila *common effect* lebih baik karena *probability chi square*  $> 0.05$ .

**Tabel 9**  
**Hasil Uji Chow**

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.358248	(22,86)	0.1000
Cross-section Chi-square	86.135902	22	0.1000

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018.

### 2) Uji Hausman

Hasil Uji Hausman Data Panel Model 2 disajikan dalam tabel 10. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan apabila *random effect* lebih baik karna *probability*  $> 0.05$ .

**Tabel 10**  
**Hasil Uji Hausman**

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	14.854746	6	0.2489

Sumber: Data Sekunder diolah, 2018.

### 3) Uji LM (*Langrange Multiple*)

Hasil Uji LM Data Panel Model 2 disajikan sebagai berikut:

:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[ \frac{T^2 \sum \bar{e}^2}{\sum e^2} - 1 \right]^2$$

$$LM = \frac{102}{2(5-1)} \left[ \frac{5^2 3038938.25}{75973456.2} - 1 \right]^2$$

$$LM = 14.375 [75973456.25]$$

$$LM = 14.374999641$$

Nilai tabel *chi-squared* dengan *degree of freedom* 2 dan *alpha* 5% adalah 14.854746. Dengan demikian, nilai LM hitung  $>$  nilai tabel *chi-squared* ( $14.374999 < 14.854746$ ) sehingga model yang terpilih adalah *Pooled Least Squared* (PLS)



sebagai model data panel yang paling sesuai dan dengan terpilihnya model *Pooled Least Squared*.

#### 4. Hasil Regresi Data Panel

Hasil regresi dalam penelitian ini dapat dilihat menggunakan persamaan model *pooled least squared/ comment effect* dengan metode *panel least squared*, sebagaimana disajikan dalam Tabel 11.

**Tabel 11**  
**Hasil Regresi**

Model	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>Sub Struktural</b>	<b>(X1, X2, X3, X4, X5 Ke Z)</b>			
constant	-24.07430	12.67929	-1.89871	0.06020
X1 (DAR)	-0.12101	0.09446	-1.28100	0.20290
X2 (CR)	0.08723	0.01778	4.90486	0.00000
X3 (GROWTH)	2.12263	1.08737	1.95208	0.05350
X4 (SIZE)	2.55021	0.65512	3.89276	0.00020
X5 (KM)	-4.19132	2.96918	-1.41161	0.16090
R-squared	0.3697930			
Adjusted R-squared	0.3408840			
Prob(F-statistic)	0.0000000			
<b>Sub Struktural</b>	<b>(X1, X2, X3, X4, X5, Z Ke Y)</b>			
constant	70.766770	10.402650	6.802761	0.000000
X1 (DAR)	-0.019424	0.076823	-0.252843	0.800900
X2 (CR)	-0.037357	0.015860	-2.355367	0.020300
X3 (GROWTH)	-1.812672	0.892941	-2.030002	0.044800
X4 (SIZE)	-1.941491	0.564374	-3.440077	0.000800
X5 (KM)	-6.003314	2.418540	-2.482206	0.014600
Z (ROE)	0.412427	0.077316	5.334296	0.000000
R-squared	0.3014530			
Adjusted R-squared	0.2626450			
Prob(F-statistic)	0.0000010			

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2018.

Dari hasil *output eviws 8* tersebut kita bisa buat persamaan garis regresi linear berganda pada sub structural pertama, sebagai berikut:

$$Y = -24.07430 - 0.121008 + 0.087227 + 2.122629 + 2.550207 - 4.191315$$

Dari persamaan di atas, dapat dilihat bahwa kemampuan variabel independen (*Leverage*, *Likuiditas*, *Growth*, *Size*, dan *Kepemilikan Manajerial*) dapat menjelaskan variabel dependen (*kebijakan dividen/DPR*) sebesar 34.09% bisa dilihat dari nilai *Adjusted R Square*, sedangkan sisanya sebesar 65.91% dipengaruhi variabel lain yang tidak ada dalam penelitian.

Sedangkan pada sub struktural ke dua, persamaan garis regresi linear berganda, sebagai berikut:

$$Y = 70.76677 - 0.019424 - 0.037357 - 1.812672 - 1.941491 - 6.003314 + 0.412427$$

Dari persamaan di atas, dapat dilihat bahwa kemampuan variabel independen (*DAR*, *CR*, *Growth*, *Size*, *Kepemilikan Manajerial*, dan *ROE*) dapat menjelaskan variabel dependen (*Dividend Payout Ratio*) sebesar 27.26% bisa dilihat dari nilai *Adjusted R Square*, sedangkan sisanya sebesar 73.34% dipengaruhi variabel lain yang tidak ada dalam penelitian.

## 5. Pembahasan

### a. Pengaruh *leverage* (DAR) Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Variabel *Intervening Profitabilitas* (ROE).

Berkaitan dengan kehadiran variabel profitabilitas, di antara pengaruh *leverage* (DAR) terhadap *dividend payout ratio*. Hasil analisis mengenai peran profitabilitas dalam memediasi pengaruh *leverage* (DAR) terhadap *dividend payout ratio* dapat dilihat dari perhitungan *sobel test* yang menunjukkan nilai *t* hitung sebesar -1.2680412 kurang dari *t* tabel 1.734, yang artinya profitabilitas tidak memediasi pengaruh *leverage* (DAR) terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan dalam penelitian ini, yaitu profitabilitas memediasi antara *leverage* dengan *dividend payout ratio*, dengan demikian hasil pengujian ini menunjukkan  $H_1$  yang diajukan ditolak. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Zahra (2017) yang menyatakan bahwa profitabilitas mampu memediasi hubungan *leverage* terhadap *dividend payout ratio*.

Berdasarkan hasil perhitungan *sobel test*, maka dapat dikatakan bahwa kinerja perusahaan yang tidak baik dalam mengelola hutang secara efisien dan efektif, menyebabkan tingginya rasio *leverage*, yang berarti menandakan bahwa pendanaan dengan utang perusahaan semakin banyak. Maka semakin sulit perusahaan untuk memperoleh tambahan pinjaman karena dikhawatirkan tidak akan mampu menutupi utang perusahaan dengan aktiva yang dimiliki. Hal ini menunjukkan jika perusahaan dibiayai hampir sepenuhnya oleh hutang. Maka dari itu, ketika perusahaan berusaha menambah jumlah hutangnya, diharapkan perusahaan juga mampu untuk menambah equitasnya, jika tidak maka perusahaan akan mengalami kerugian besar atau kebangkrutan (Yahya, 2011).

Sehingga dapat dikatakan ketika hutang semakin ditambah dan sudah tidak bermanfaat lagi bagi perusahaan maka profitabilitasnya akan menurun akibat beban bunga yang ditanggung. Hal ini sesuai dengan *balancing theory* yang menyatakan bahwa penggunaan hutang dapat ditambah selama manfaatnya masih besar bagi perusahaan, tetapi ketika manfaat sudah tidak lebih besar, maka resiko akan penurunan profitabilitas atau bahkan akan menimbulkan kebangkrutan semakin tinggi. Hal ini pun sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Myers, 1984 dalam (Kaaro, 2002), dipertegas oleh Shan dan Khan (2007), yang menyatakan ketika profitabilitas menurun maka *leverage* meningkat dan begitu pula sebaliknya, sehingga terjadi hubungan yang negatif diantara keduanya. Manajemen sebaiknya semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah hutang yang semakin meningkat dapat menimbulkan *financial distress*. Oleh karena itu, menurunnya profitabilitas menandakan kinerja perusahaan yang perlu diperbaiki dan dibenahi kembali.

Menurunnya keuntungan yang diperoleh perusahaan tentunya menyebabkan sinyal yang negatif bagi pemegang saham, karena mereka tidak akan mendapatkan dividen sesuai dengan yang diharapkan. Dengan kata lain, dapat dikatakan ketika perusahaan tidak mampu memaksimalkan laba perusahaannya yang tergambarkan melalui tingkat profitabilitasnya, maka akan berdampak pada pembagian dividen tunai perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Dian (2016) yang menjelaskan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh pada pembagian dividen perusahaan.

Hasil pada percobaan pertama ini berarti tidak sejalan dengan teori sinyal yang menjelaskan jika informasi yang dikeluarkan oleh manajemen atau perusahaan adalah sinyal bagi para pelaku pasar (investor), dimana besarnya profitabilitas mampu menjadi sinyal positif bagi perusahaan untuk menarik minat investor agar mau menanamkan modalnya. Oleh karena itu, berdasarkan hasil penelitian ini maka dapat disimpulkan bahwa keputusan dalam pembagian *dividend payout ratio* tidak dapat diprediksi oleh besarnya *leverage* yang dijumpai variabel *intervening* profitabilitas. Hal ini sejalan dengan penelitian Dian (2016) dan Ekawati dan Bambang (2015) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak mampu memediasi hubungan antara *leverage* terhadap pembagian dividen tunai perusahaan.

#### **b. Pengaruh Likuiditas (CR) Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Variabel *Intervening* Profitabilitas (ROE).**

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang dinilai dapat menjembatani pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen tunai. Hasil analisis mengenai peran profitabilitas dalam memediasi pengaruh likuiditas terhadap *dividend payout ratio* dapat dilihat dari perhitungan *sobel test* yang menunjukkan nilai  $t$  hitung sebesar 3.342391 lebih besar dari  $t$  tabel 1.734, yang artinya profitabilitas mampu memediasi pengaruh likuiditas (CR) terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan dalam penelitian ini, yaitu profitabilitas memediasi antara likuiditas (CR) dengan *dividend payout ratio*, dengan demikian, hasil pengujian ini menunjukkan  $H_2$  yang diajukan diterima. Hasil ini bertentangan dengan penelitian dari Dian (2016) juga Ekawati dan Bambang (2015) yang menyatakan jika profitabilitas tidak mampu memediasi hubungan antara likuiditas terhadap kebijakan dividen tunai.

Berdasarkan hasil perhitungan *sobel test*, maka dapat dikatakan jika semakin besar likuiditas, dapat diindikasikan profitabilitas perusahaannya juga akan semakin meningkat. Karena semakin besar likuiditas perusahaan menandakan semakin besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, dengan kata lain tingkat likuiditas perusahaannya dalam kondisi yang baik. Sehingga dengan tingkat likuiditas yang baik tersebut, akan mampu meningkatkan kredibilitas perusahaannya, yang tentunya dapat menimbulkan reaksi positif dari investor agar mau memberikan modalnya, yang selanjutnya akan digunakan perusahaan untuk investasi dalam upaya meningkatkan laba perusahaan, ketika labanya meningkat tentu penilaian mengenai tingkat profitabilitas perusahaan juga akan meningkat (Wolf, 2007).

Hal ini sejalan dengan penelitian Anisa (2017) yang menyatakan bahwa likuiditas mampu mempengaruhi besarnya profitabilitas perusahaan, yang berarti sejalan pula dengan *teori trade-off between liquidity and profitability*, dimana menurut Arthesa (2006) teori ini mengatur tingkat likuiditas dengan cara yang bertentangan dengan profitabilitas. Di satu sisi bank harus menjaga tingkat kestabilan alat likuiditasnya, namun di sisi lain bank harus tetap mencari keuntungan demi kelancaran usaha bank. Hal yang sama juga terjadi dalam sistem perusahaan, yang dipertegas oleh penelitian Eka (2015) dan Wulandari (2014)

bahwa mereka mampu memberikan bukti *empiris* jika besarnya *likuiditas* mampu mempengaruhi tingkat profitabilitas suatu perusahaan.

Semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan akan mempengaruhi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Karena keuntungan yang tercermin melalui besarnya profitabilitas perusahaan mampu memberikan sinyal positif bagi pemegang saham bahwa dividen yang akan mereka peroleh pasti sesuai dengan harapan mereka. Oleh karena itu, besarnya profitabilitas juga akan berdampak pada pembagian dividen tunai perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian dari Ekawati dan Siswoyo (2015) yang menjelaskan bahwa profitabilitas mampu mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Dari hasil perhitungan *sobel test*, *signaling theory* mendukung pula hasil dalam penelitian ini dimana berdasarkan teori sinyal, informasi yang dikeluarkan oleh manajemen atau perusahaan adalah sinyal bagi para pelaku pasar (investor). Dalam kerangka teori sinyal dapat dipahami bahwa profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu yang dianggap dapat menjadi sinyal bagi perusahaan untuk menarik minat investor agar mau berinvestasi dan menanamkan modalnya. Oleh karena itu, hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa keputusan pembagian *dividend payout ratio* dapat diprediksi oleh likuiditas perusahaan yang dijumpai oleh variabel *intervening* profitabilitas, dan sejalan dengan penelitian Zahra (2017) yang menjelaskan bahwa profitabilitas mampu memediasi hubungan likuiditas dengan pembagian dividen tunai perusahaan.

### **c. Pengaruh *Growth* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Variabel *Intervening Profitabilitas (ROE)*.**

Berkaitan dengan kehadiran variabel profitabilitas, di antara pengaruh *growth* terhadap *dividend payout ratio*. Hasil analisis mengenai peran profitabilitas dalam memediasi pengaruh *growth* terhadap *dividend payout ratio* dapat dilihat dari perhitungan *sobel test* yang menunjukkan nilai *t* hitung sebesar 1.788845 lebih besar dari *t* tabel 1.734, yang artinya profitabilitas memediasi pengaruh *growth* terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan dalam penelitian ini, yaitu profitabilitas memediasi antara *growth* terhadap *dividend payout ratio*, dengan demikian hasil pengujian ini menunjukkan  $H_3$  yang diajukan diterima. Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dian (2016) juga Ekawati dan Bambang (2015) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak mampu dipertimbangkan sebagai variabel *intervening* berkaitan dengan kebijakan pembagian dividen tunai suatu perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian ini, maka dapat dijelaskan jika tingkat *growth* yang tinggi dengan penggunaan yang tepat akan meningkatkan profitabilitas perusahaan. Karena perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang baik akan mampu meningkatkan *market share* perusahaannya dan pada akhirnya akan berdampak pula pada peningkatan profitabilitasnya. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari dan Abudati (2014) yang menjelaskan jika tingkat *growth* mampu mempengaruhi profitabilitas perusahaan.

Tingkat profitabilitas yang baik akan berdampak pada pembagian dividen perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian Kusmuriyanto (2015) yang

menjelaskan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham.

Hasil dalam penelitian ini sesuai dengan penjelasan teori sinyal, dimana dalam alam kerangka teori sinyal dapat dipahami bahwa tingkat profitabilitas yang tinggi mampu menjadi sinyal bagi perusahaan untuk menarik investor agar mau berinvestasi dan menanamkan modalnya. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa pembagian dividen perusahaan mampu diprediksi melalui tingkat *growth* yang dijumpai oleh tingkat profitabilitas perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Zahra (2017) yang menjelaskan bahwa profitabilitas mampu menjadi variabel *intervening* dalam hubungan *growth* terhadap pembagian dividen perusahaan.

#### **d. Pengaruh *Size* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Variabel *Intervening Profitabilitas (ROE)*.**

Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang dinilai dapat menjembatani pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen dapat dilihat melalui besarnya profitabilitas perusahaan yang tercermin dalam *return on equity* (ROE). Hasil analisis mengenai peran profitabilitas dalam memediasi pengaruh *size* terhadap *dividend payout ratio* dapat dilihat dari perhitungan *sobel test* yang menunjukkan nilai *t* hitung sebesar 3.209024 lebih besar dari *t* tabel 1.734, yang artinya profitabilitas memediasi pengaruh *size* terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan dalam penelitian ini, yaitu profitabilitas memediasi antara *size* dengan *dividend payout ratio*, dengan demikian, hasil pengujian ini menunjukkan  $H_4$  yang diajukan diterima. Namun hasil dari penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian dari Dian (2016) yang menyatakan jika profitabilitas tidak memediasi *size* dengan *dividend payout ratio*.

Melalui hasil temuan ini, maka dapat dijelaskan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, semakin cepat perputaran aktivasinya, karena perusahaan semakin efektif dalam menghasilkan laba dari penggunaan aktiva tersebut, sehingga semakin besar pula penjualan bersihnya, dimana pada akhirnya pendapatan yang diperoleh juga akan meningkat. Ketika pendapatan meningkat maka penilaian terhadap tingkat profitabilitas perusahaannya juga akan meningkat.

Hal ini sejalan dengan teori ekonomi dan *critical resource* yang menjelaskan semakin besar skala perusahaan maka profitabilitasnya dapat ditingkatkan, karena perusahaan yang besar memiliki sumber daya yang besar pula, sehingga perusahaan mampu untuk investasi dan memenuhi permintaan produk. Oleh karena itu, perusahaan akan mampu memperluas pangsa pasarnya, sehingga laba perusahaan juga dapat ditingkatkan yang tergambar dari tingkat profitabilitas yang baik (Hadri, 2005). Hal ini dipertegas oleh penelitian yang dilakukan Abiodun (2013), Dogan (2013), dan Yaddanfar (2013) yang menjelaskan bahwa *size* mampu mempengaruhi tingkat profitabilitas perusahaan.

Tingkat profitabilitas yang baik akan berdampak pada pembagian dividen perusahaan. Ketika dividen dapat dibagikan kepada pemegang saham dalam jumlah yang relatif besar maka dapat dikatakan kinerja perusahaan tersebut cukup baik, yang mencerminkan juga bagaimana prospek perusahaan dimasa yang akan datang.

Hal ini sejalan dengan penelitian Rahmalia (2017) yang mengemukakan bahwa *size* mampu mempengaruhi pembagian dividen.

Hasil dalam penelitian ini juga mendukung *signaling theory*, dimana informasi yang dikeluarkan oleh manajemen atau perusahaan adalah sinyal bagi para pelaku pasar (investor), jika dilihat dari hasil penelitian ini investor cenderung lebih tertarik pada perusahaan berskala besar, karena perusahaan berskala besar cenderung memiliki kondisi penjualan yang stabil, dan kemampuan untuk menguasai pasar, sehingga perusahaan yang besar memiliki aset yang lebih dibanding dengan perusahaan kecil. Semakin maksimal aktiva perusahaan maka laba yang didapat juga akan semakin maksimal pula, karena aktiva perusahaan dapat digunakan oleh perusahaan untuk kegiatan operasional perusahaan yang bertujuan untuk memperoleh laba, olah karena itu, dengan laba yang besar, maka perusahaan memiliki kecukupan dana untuk membayar dividen tunai kepada pemegang saham.

Hal itu tentunya akan memberikan penilaian tersendiri bagi investor, dimana mereka akan lebih tertarik untuk berinvestasi dan menanamkan modalnya dalam perusahaan tersebut. Oleh karena itu hasil dalam penelitian ini dapat disimpulkan bahwa pembagian dividen dapat diprediksi melalui besarnya ukuran suatu perusahaan yang dijabatani oleh tingkat profitabilitasnya. Namun hasil dalam penelitian ini bertentangan dengan penelitaian Ekawati dan Bambang (2015) yang mengemukakan bahwa profitabilitas tidak mampu memediasi hubungan antara *size* dengan pembagian dividen tunai suatu perusahaan.

#### **e. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Variabel *Intervening Profitabilitas (ROE)*.**

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang dinilai dapat menjembatani pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen tunai. Hasil analisis mengenai peran profitabilitas dalam memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio* dapat dilihat dari perhitungan *sobel test* yang menunjukkan nilai  $t$  hitung sebesar -1.33673 kurang dari  $t$  tabel 1.734, yang artinya profitabilitas tidak memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan dalam penelitian ini, yaitu profitabilitas memediasi antara kepemilikan manajerial dengan *dividend payout ratio*, dengan demikian, hasil pengujian ini memunjukkan  $H_5$  yang diajukan ditolak. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dian (2016) yang menyatakan jika profitabilitas tidak mampu dijadikan pertimbangan sebagai variabel *intervening* dalam kaitannya dengan pembagian dividen tunai perusahaan.

Berdasarkan hasil perhitungan *sobel test* diatas, maka dapat dijelaskan bahwa kinerja manajer dalam mengelola perusahaan tidak dilakukan dengan optimal dan manajer sebagai pemegang saham minoritas belum mampu berpartisipasi aktif dalam membuat suatu keputusan di perusahaannya. Hal ini menandakan bahwa adanya perbedaan kepentingan atau keputusan yang diambil dalam perusahaan, sehingga pencapaian dari kinerja perusahaannya pun tidak dapat dimaksimalkan, yang tentunya akan berimbas pula pada pengoptimalan laba yang diperoleh perusahaan (Permansari, 2010). Hal ini sejalan dengan penelitian Mondligami

dalam (Mardiyanti, 2012) yang menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial tidak mampu mempengaruhi besarnya profitabilitas perusahaan.

Ketika profitabilitas perusahaan dalam kondisi tidak baik maka akan berdampak pada pembagian dividen perusahaan. Hal ini tentunya akan menimbulkan sinyal negatif bagi pemegang saham bahwa mereka tidak mungkin mendapatkan dividen sesuai dengan yang mereka harapkan (Osama, 2012). Dimana hubungan anatar kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen biasanya kita kenal dengan pandangan dividen tidak relevan. Menurut Miller dan Modigliani dalam (Mardiyanti, 2012) dijelaskan pula bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya dividen, atau dengan kata lain pada dasarnya dividen yang dibagikan tidak mampu mempengaruhi peningkatan kesejahteraan bagi pemegang saham perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Husam, dkk (2013) yang menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap pembagian dividen perusahaan.

Sehingga hasil kelima dalam penelitian ini tidak sejalan dengan teori sinyal (*signaling theory*) yang mengasumsikan bahwa informasi yang dikeluarkan oleh manajemen atau perusahaan adalah sinyal bagi para pelaku pasar atau investor (Wahyudin, 2012, p.64), dimana besarnya profitabilitas dianggap mampu menjadi sinyal bagi perusahaan untuk menarik minat investor agar mau menanamkan modalnya. Oleh karena itu, berdasarkan hasil dalam penelitian ini, maka dapat disimpulkan bahwa pembagian dividen perusahaan tidak mampu diprediksi oleh tingkat kepemilikan manajerial yang dijembatani oleh variabel *intervening* profitabilitas.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Grisylia dan Bambang (2015) yang menjelaskan jika profitabilitas bukanlah alternatif yang bisa digunakan sebagai *intervening* dalam hubungannya dengan pembagian *dividend payout ratio*.

#### **f. Perilaku Investor Muslim dalam Menilai Suatu Perusahaan (Berkaitan dengan Pembagian Dividen)**

Perilaku investor muslim didasari oleh berbagai macam faktor, antara lain rasionalitas, psikologis, dan religiusitas. Menurut Hayes, 2010 dalam (Agustin & Mawardi, 2014, p.882), rasionalitas merupakan perilaku investor dalam memberikan penilaian kepada perusahaan secara rasional, yakni berdasarkan teori investasi yang dibangun atas asumsi bahwa manusia selalu berfikir rasional dalam setiap proses pengambilan keputusan. Daniel, 1998 dalam (Agustin & Mawardi, 2014, p.883) menjelaskan secara psikologis perilaku investor dalam memberikan penilaian terhadap perusahaan yakni berkaitan dengan *feeling*, tempramen dan motivasi yang senantiasa berubah. Dan yang terakhir religiusitas merupakan perilaku investor dalam memberikan penilaian kepada perusahaan dengan mengedepankan kepentingan agama.

Dalam penelitian ini, ditemukan hasil bahwa investor dalam menilai sebuah perusahaan cenderung menggunakan konsep rasionalitas *accounting information*. Menurut Nagy & Obenberger, 1994 dalam (Agustin & Mawardi, 2014, p.882), *Accounting information* merupakan informasi yang berhubungan dengan laporan keuangan perusahaan, yang meliputi data pada laporan dan prospectus, penilaian terhadap saham dengan melihat persentase profitabilitasnya, *leveragenya*, dll. Hal

ini mengarah pada informasi akuntansi yakni kinerja keuangan atau laporan keuangan perusahaan.

Terlihat dari hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas, *growth*, *size*, dan kepemilikan manajerial merupakan salah satu faktor yang penting bagi investor dalam menilai sebuah perusahaan, karena beberapa faktor tersebut yang berdasarkan penelitian ini menunjukkan jika memiliki peran yang cukup besar dalam pembagian dividen perusahaan. Dimana ketika pembagian dividen perusahaan itu baik, maka dapat disimpulkan apabila perusahaan menghasilkan laba yang cukup baik pula selama periode tertentu, yang mana hal tersebut juga dianggap dapat menjadi sinyal positif bagi investor bahwa semakin baik kinerja perusahaan akan meningkatkan minat investor untuk berinvestasi dan pada akhirnya dividen yang akan dibagikan pun akan meningkat.

Salah satu faktor produksi dalam Islam yang biasa kita dengar adalah modal. Modal adalah sejumlah kekayaan yang berupa *asset* ataupun *intangible assets* (Fauzia & Riyadi, 2014, p.118). Dalam penelitian ini profitabilitas menjadi variabel intervening yang tentunya memiliki peran yang cukup besar dalam mempengaruhi hubungan dari variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini terhadap pembagian dividen itu sendiri.

Islam menjelaskan apabila profitabilitas yang tinggi atau laba perusahaan yang sudah didapat dalam perusahaan, dianjurkan dalam penggunaannya digunakan untuk melindungi dan menyelamatkan modal pokok bagi perusahaan tersebut. Islam membenarkan diantara tujuan bisnis yang terpenting ialah meraih laba, yang merupakan cerminan pertumbuhan harta. Pengertian laba ialah kelebihan pokok atau pertumbuhan pada modal pokok yang diperoleh dari proses dagang. Jadi, tujuan utama bisnis ialah melindungi dan menyelamatkan modal pokok dan mendapatkan laba (Rosniar, 2010, p. 151), hal ini sesuai dengan apa yang telah dijelaskan dalam hadis dari Imam Bukhari yang menjelaskan tentang laba yang sering dijadikan patokan oleh para pedagang untuk mengambil keuntungan yang sebanyak-banyaknya, dengan meminimalkan modal yang dikeluarkan, sehingga tujuan dari perdagangan yaitu memperoleh laba, untuk itu dapat disimpulkan bahwa apabila perusahaan mendapatkan laba maka perusahaan mampu untuk melindungi dan menyelamatkan modal pokok bagi perusahaan, yang mana juga dapat menjadi sinyal positif bagi investor bahwa semakin baik kinerja perusahaan akan meningkatkan minat investor untuk berinvestasi dan pada akhirnya dividen yang akan dibagikan pun akan meningkat.

## **F. Kesimpulan Dan Saran**

### **1. Kesimpulan**

Dari hasil pengujian dalam penelitian ini maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

- a. Profitabilitas (ROE) tidak memediasi hubungan antara *leverage* (DAR) dan *dividend payout ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak menitikberatkan pada profitabilitas untuk melihat kapasitas *leverage* yang diterapkan oleh perusahaan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tahun 2012-2016. Pengoptimalan *leverage* ternyata tidak mampu memberikan peningkatan kepada tingkat profitabilitas perusahaan, Profitabilitas yang menurun, akan menjadikan



investor memberikan penilai negatif kepada perusahaan, karena dividen tidak mampu dibagikan kepada pemegang saham, yang mana hal ini juga bertentangan dengan teori sinyal isyarat yang merupakan suatu petunjuk pemberi syarat mengenai prospek perusahaan, dimana perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi maka besar kemungkinan untuk membagikan dividen yang tinggi pula.

- b. *Return on equity* (ROE) memediasi hubungan likuiditas (CR) terhadap *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia tahun 2012-2016. Hal ini menunjukkan apabila pasar lebih menitikberatkan pada profitabilitas untuk melihat kapasitas likuiditas yang diterapkan oleh perusahaan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tahun 2012-2016. Pada dasarnya likuiditas dan profitabilitas saling bertolak belakang, likuiditas dari hasil penelitian ini mampu memberikan peningkatan terhadap tingkat profitabilitas perusahaan, Profitabilitas yang meningkat, akan menjadikan investor memberikan penilai positif kepada perusahaan, karena menurut teori sinyal isyarat yang diberikan adalah suatu petunjuk pemberi syarat mengenai prospek perusahaan, dimana perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi maka besar kemungkinan untuk membagikan dividen yang tinggi pula, oleh karena itu perusahaan mampu membagikan dividen kepada pemegang saham.
- c. *Return on equity* (ROE) memediasi hubungan *growth* terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Hal ini menjelaskan jika pasar lebih menitikberatkan pada profitabilitas untuk melihat sejauh mana pertumbuhan perusahaan-perusahaan di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tahun 2012-2016, Pengoptimalan *growth* akan memberikan peningkatan kepada tingkat profitabilitas perusahaan, pertumbuhan perusahaan dari hasil penelitian ini menunjukkan jika mampu meningkatkan profitabilitas perusahaan, Profitabilitas yang meningkat, tentunya akan membuat investor memberikan penilai positif kepada perusahaan, karena menurut teori sinyal isyarat yang diberikan adalah suatu petunjuk pemberi syarat mengenai prospek perusahaan, dimana perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi maka besar kemungkinan untuk membagikan dividen yang tinggi pula, oleh karena itu perusahaan mampu membagikan dividen kepada pemegang saham.
- d. *Return on equity* (ROE) memediasi hubungan *size* terhadap *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia tahun 2012-2016. Maka dari itu dapat disimpulkan bahwa pasar lebih menitikberatkan pada profitabilitas untuk melihat lebih baik perusahaan bersekala besar atau kecil untuk meningkatkan tingkat profitabilitas perusahaan. Dari hasil penelitian ini dapat dikatakan jika perusahaan besar lebih mempunyai peran dan peluang lebih besar dalam mengoptimalkan profitabilitas perusahaannya. Profitabilitas yang meningkat, tentunya akan membuat investor memberikan penilai positif kepada perusahaan, karena menurut teori sinyal isyarat yang diberikan adalah suatu petunjuk pemberi syarat mengenai prospek perusahaan, dimana perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi maka besar kemungkinan untuk membagikan dividen yang tinggi pula, oleh karena itu perusahaan mampu membagikan dividen kepada pemegang saham.

- e. *Return on equity* (ROE) tidak memediasi hubungan kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak menitikberatkan pada profitabilitas untuk melihat kapasitas kepemilikan manajerial yang diterapkan oleh perusahaan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tahun 2012-2016. Pengoptimalan kepemilikan manajerial dalam perusahaan tersebut ternyata akan tidak mampu memberikan peningkatan kepada tingkat profitabilitas perusahaan, Profitabilitas yang menurun, akan menjadikan investor memberikan penilai negatif kepada perusahaan, karena dividen tidak mampu dibagikan kepada pemegang saham, yang mana hal ini juga bertentangan dengan teori sinyal yang menyatakan jika isyarat tersebut adalah suatu petunjuk pemberi syarat mengenai prospek perusahaan, dimana perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi maka besar kemungkinan untuk membagikan dividen yang tinggi pula.

## 2. Implikasi

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan pembagian dividen pada beberapa perusahaan di Indeks Saham Syariah Indonesia dipengaruhi tingkat *growth*, *size*, dan likuiditas perusahaan, yang mana dengan besarnya pertumbuhan perusahaan yang baik di tambah juga dengan likuiditas yang baik mampu meningkatkan kredibilitas perusahaan. Dari hal tersebut tentunya pada akhirnya akan mampu menarik minat investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Pada kenyataannya ketika beberapa aspek keuangan yang tergambarkan dari beberapa rasio keuangan itu bagus, maka dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham pun juga dapat dimaksimalkan dengan prosentase yang tinggi, dan tentunya hal tersebut menjelaskan pula bahwa prospek ke depan dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia cukup baik.

Investor seharusnya dapat memahami bahwa berinvestasi di beberapa perusahaan yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia cukup mampu memberikan keuntungan dalam berinvestasi salah satunya untuk investasi jangka panjang yang dapat digunakan untuk persiapan finansial di masa yang akan datang. Selain itu juga terdapat beberapa keuntungan ketika seorang investor berinvestasi dalam saham di beberapa perusahaan yang terdaftar di ISSI dengan melihat tingkat *growth*, likuiditas, dan tingkat *size* perusahaannya sebagai pertimbangan, yang mana berdasarkan hasil ini terbukti mampu meningkatkan dividen perusahaan, atau dengan kata lain dapat dikatakan perusahaan yang mampu membagi dividen dengan baik kinerja perusahaannya juga baik, sehingga mampu menjadi sinyal positif bagi investor luar bahwa prospek perusahaan tersebut di masa yang akan juga cukup baik. Hal itu tentunya menambah daya tarik tersendiri untuk investor.

Bagi masyarakat umum, penelitian ini dapat memberikan edukasi bahwa berinvestasi pada beberapa perusahaan di ISSI bisa menjadi peluang yang cukup baik dan menguntungkan, yang mana dapat memberikan keuntungan investasi yang lebih potensial di bandingkan berinvestasi seperti halnya pada instrumen perbankan. Sedangkan bagi akademisi, penelitian ini diharapkan mampu menjadi referensi dan gambaran untuk penelitian-penelitian selanjutnya.

### 3. Keterbatasan Penelitian

- a. Penelitian ini belum mengklasifikasikan perusahaan berdasarkan sektor perusahaannya, sehingga tidak mampu menyimpulkan hasil penelitian berdasarkan macam-macam sektor perusahaan di ISSI.
- b. Keterbatasan dalam menggunakan variabel independen yang dipilih, dimana masih banyak kemungkinan yang berpengaruh terhadap *kebijakan dividen* misalnya *Investment opportunity set*, kepemilikan institusional, dan *tangibilitas*.
- c. Keterbatasan dalam menggunakan variabel mederasi atau interveningnya, dimana masih banyak kemungkinan variabel lain yang dapat dijadikan variabel mediasi misalnya *GCG*.

### 4. Saran

- a. Penelitian lebih lanjut perlu dilakukan terhadap variabel yang lebih luas mengingat variabel dependen hanya terfokus pada faktor-faktor keuangan saja.
- b. Peneliti selanjutnya diharapkan menambah periode penelitian untuk mendapatkan hasil penelitian yang lebih akurat dan memperluas perusahaan ke *scope* yang lebih luas.
- c. Peneliti selanjutnya diharapkan menggunakan variabel mediasi yang lain seperti *good corporate governance*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abiodun, M. F. (2004). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Malang: UMM Pres.
- Arifin, Z. (2005). *Teori Keuangan & Pasar Modal*. Yogyakarta: EKONISIA.
- Brigham, F Eugene & Houston, J. (2010). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (Jilid 1). Jakarta: Salemba Empat.
- Dewi, D. M. (2016). Pengaruh Likuiditas, *Leverage*, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Profitabilitas sebagai Variabel *Intervening*. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*, 23(1), 12–19.
- Dewi, Sisca Christianty. (2008) Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akutansi*, Vol. 10, No.1, 1-10.
- Dogan, M. (2013). Does Firm Size Affect The Firm Profitability? Evidence from Turkey. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 53-59.
- Eduardus, T. (2010). *Portofolio dan Investasi* (Cetakan ke). Kanisius.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review Linked references are available on JSTOR for this article: Agency Theory: An Assessment and Review, 14(1), 57–74.
- Ekawati, G., & Bambang, Banu., S. (2015). The Effects of Current Ratio and Debt to Equity Ratio on Dividend Policy through Net Profit Margin ( A Study on Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange in the Period

- of 2013 ). *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(24), 31–37. Retrieved from [www.iiste.org](http://www.iiste.org)
- Gede Adi Y, Ambarwati, N.S & s, N. K. (2015). Pengaruh Modal Kerja, Likuiditas, Aktivitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akutansi Universitas Pendidikan Ganesha*, 3(1), 1-11.
- Gustiandika, T., & Hadiprajitno, P. B. (2014). Pengaruh Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Corporate Governance sebagai Variabel Moderating. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(2), 1–12.
- Hameeda, Abu Hussain dan Jasim, Abu Hussain. (2011). *Corporate Dividends Decision: Evidence from Saudi Arabia. The Journal of Risk Fianance*, Vol.12, No.1, hlm.4,7,11.
- Hardiningsih, P., & Oktaviani, R. M. (2012). Determinan Kebijakan Hutang.. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*, 1(1), 11–24.
- Jensen, Michael. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, No.2, 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Lopolusi, I. (2013). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1), 1–18.
- Mamduh M, H. (2014). *Analisis Laporan Keuangan* (Keempat, C). UPP STMIK YKPN.
- Miller, M.H., dan Rock, K. (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, No.40, 1031-1052.
- 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.
- Rahmalia, Zahra. (2017). Pengaruh Likuiditas, *Leverage*, dan *Growth* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta*, No.42, 1-15
- Sari, K. A. N., & Sudjarni, L. K. (2015). Pengaruh Likuiditas, *Leverage*, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Di BEI. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, vol 4 no 1(10), 3346–3374.
- Sartono, A. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Sartono, A. (2010). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE.

- Siswoyo, G. E. B. B. The Effect of Current Ratio and Debt to Equity Ratio on Dividend Policy through Net Profit Margin (A Study on Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange in the Period of 2013). *Journal of Accounting*, 54-58.
- Wulandari, E., Rika, D., & Yuhelmi. (2014). Pengaruh *Leverage Ratio*, *Liquidity Ratio*, dan *Size* Terhadap Profitabilitas pada Perusahaan Jasa Restoran yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akutansi dan Bisnis*, 1-10.