

Determinan Kebijakan Perusahaan Membayar Dividen pada Sektor Barang Konsumsi

Wihandaru Sotya Pamungkas

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, Jl Brawijaya, Kasihan, Bantul, Yogyakarta 55183

wihandaru@umy.ac.id*

*korespondensi author

INFO ARTIKEL

Riwayat artikel :

Dikirim : 13-8-2024

Direvisi : 30-8-2024

Diterima : 1-9-2024

Kata Kunci

Dividend payment

policy (1)

Investment cash

flow (2)

Profitability (3)

Institutional

ownership (4)

Capital structure (5)

ABSTRAK

Abstrak Penelitian bertujuan mencari bukti empiris pengaruh arus kas investasi (AKI), profitabilitas (PRF), likuiditas (LIK), kepemilikan institusi (KIN), struktur modal (SMD), dan ukuran perusahaan (UPR) terhadap kebijakan membayar dividen (KMD). Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang bergerak di sub-sektor makanan minuman mulai tahun 2016-2021. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* menggunakan kriteria perusahaan menyampaikan laporan keuangan dalam mata uang rupiah dan memiliki SMD < 1. Jumlah data yang digunakan untuk uji hipotesis sebanyak 246 unit. Data diperoleh dari web Bursa Efek Indonesia (BEI) dan masing-masing perusahaan. Analisis data menggunakan analisis regresi *binomial logistic* karena KMD merupakan variabel *dummy*. Hasil yang diperoleh yaitu AKI serta SMD berpengaruh negatif signifikan, LIK tidak berpengaruh, dan PROF, KIN, serta UPR berpengaruh positif signifikan terhadap KMD.

Ini adalah artikel akses terbuka di bawah lisensi CC-BY.



1. Pendahuluan

Perusahaan didirikan dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran bagi investor yang tercermin dari harga saham yang ada di bursa efek (Husnan & Pujiastuti, 2015), oleh sebab itu perusahaan harus mampu menunjukkan kinerja yang baik di mata investor. Kinerja perusahaan dapat diukur menggunakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih setelah pajak menggunakan aset yang dimiliki (Husnan & Pujiastuti, 2015). Laba yang diperoleh perusahaan berkaitan dengan kebijakan perusahaan membayar dividen (KMD). Besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan dipengaruhi besar kecilnya penjualan serta efisiensi biaya produksi. Besar kecilnya penjualan dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi, persaingan antar perusahaan dan perubahan selera konsumen. Efisiensi biaya dipengaruhi oleh jumlah produksi pada skala ekonomis yaitu jumlah produksi yang menghasilkan *average total cost* minimal.

Berkaitan dengan KMD yaitu SMD. Berdasarkan kerangka *pecking order theory* (POT) bahwa perusahaan lebih mengutamakan menggunakan laba ditahan guna mendanai investasi, oleh sebab itu perusahaan membayar dividen yang rendah bahkan tidak membayar dividen (Pamungkas & Surwanti, 2021).

Berkaitan dengan kerangka *agency theory* (AT), KIN yang tidak mampu mengawasi manajer dengan baik disebut *pressure sensitive* memilih pembayaran dividen yang tinggi, hal ini memiliki implikasi apabila perusahaan bermaksud melakukan investasi menggunakan sumber dana berasal dari utang (Pamungkas, 2024). Sedangkan KIN yang mampu mengawasi manajer dengan baik disebut *pressure intensive* memilih pembayaran dividen yang rendah sehingga sumber dana untuk investasi berasal dari laba ditahan (Pamungkas, 2024).

Kebijakan perusahaan membayar dividen yang rendah atau tidak membayar dividen disebabkan berbagai faktor antara lain AKI, PRF, LIK, KIN, SMD, dan UPR. Oleh sebab itu penelitian ini bertujuan mencari bukti empiris implikasi AKI, PRF, LIK, KIN, SMD, dan UPR pada KMD karena penelitian sebelumnya menghasilkan temuan yang belum konsisten. Agustina & Andayani (2016), Bahri (2017), Perwira & Wiksuana (2018), Mnune & Purbawangsa (2019), Zulkifli & Latifah (2021), dan Bramaputra et al. (2022) menemukan PRF yang besar memiliki implikasi pada KMD. Sari & Sudjarni (2015), Hardi & Andestiana (2018), dan Rais & Santoso (2018) menemukan besar kecilnya PRF tidak memiliki implikasi pada KMD. Sriwahyuni & Pamungkas (2016), Pangestuti (2020), dan Dhova et al. (2022) menemukan PRF yang kecil memiliki implikasi pada KMD.

Sari & Sudjarni (2015), Nugraheni & Mertha (2019), Bramaputra et al. (2022) dan Citta et al. (2022) menemukan LIK yang besar memiliki implikasi pada KMD. Bahri (2017), Fitriati & Pradita (2019), dan Pattiruhu & Paais (2020) menemukan besar kecilnya LIK tidak memiliki implikasi pada KMD. Sriwahyuni & Pamungkas (2016), Rais & Santoso (2018), dan Nugraheni & Mertha (2019) menemukan KIN yang besar memiliki implikasi pada KMD. Mai (2015), Bahri (2017), Fitriati & Pradita (2019), Roos & Manalu (2019), dan Kurnia & Dillak (2021) menemukan besar kecilnya KIN tidak memiliki implikasi pada KMD. Widiari & Putra (2017) menemukan KIN yang kecil memiliki implikasi pada KMD.

Hardi & Andestiana (2018), Mnune & Purbawangsa (2019), Pattiruhu & Paais (2020), dan Pangestuti (2020) menemukan SMD yang besar memiliki implikasi pada KMD. Mai (2015), Setiawati & Yessica (2016), Sriwahyuni & Pamungkas (2016), Bahri (2017), Rusli & Sudiarta (2017), Purwaningsih & Lestari (2021), Dhova et al. (2022), dan Citta et al. (2022) menemukan besar kecilnya SMD tidak memiliki implikasi pada KMD. Sari & Sudjarni (2015), Fitriati & Pradita (2019), dan Bramaputra et al. (2022) menemukan SMD yang kecil memiliki implikasi pada KMD. Mai (2015), Setiawati & Yessica (2016), dan Rais & Santoso (2018) menemukan UPR yang besar

memiliki implikasi pada KMD. Mnune & Purbawangsa (2019), Zulkifli & Latifah (2021), dan Dhova et al. (2022) menemukan besar kecilnya UPR tidak memiliki implikasi pada KMD.

Penelitian ini memiliki kebaruan yaitu memasukkan AKI yang sepengetahuan penulis belum pernah diteliti pengaruhnya pada KMD. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan kepada investor memilih perusahaan yang memiliki peluang membayar dividen.

2. Tinjauan Pustaka

Agency Theory (AT)

Pada awalnya perusahaan dikelola oleh pemilik. Berjalannya waktu perusahaan berkembang dan pemilik meminta bantuan kepada pengelola sehingga dalam perusahaan ada dua belah pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda. Perbedaan ini menimbulkan konflik antara pemilik dengan pengelola. Berkaitan dengan KMD, pemilik menginginkan pengelola membayar dividen sementara pengelola menginginkan tidak membayar dividen. Alasan pemilik karena khawatir pengelola akan berbuat oportunis, sementara pengelola memiliki alasan laba ditahan memiliki risiko bisnis yang kecil apabila digunakan untuk ekspansi (Hanafi, 2017).

Trade off Theory (TOT)

Teori ini menjelaskan sebaiknya perusahaan menggunakan utang sampai dengan batas tertentu guna memperoleh penghematan pajak namun tidak mengalami kesulitan keuangan yang bisa menyebabkan kebangkrutan. Teori ini bisa diterapkan apabila perusahaan dalam kondisi *underleverage* maupun *overleverage*. Pada kondisi *overleverage*, pengelola ingin menunjukkan pada investor bahwa kondisi perusahaan memiliki prospek sehingga investor tidak perlu merasa khawatir (Pamungkas & Surwanti, 2021).

Pecking Order Theory (POT)

Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan lebih menyukai menggunakan laba ditahan, kekurangannya mengeluarkan utang, apabila masih belum mencukupi mengeluarkan campuran utang dan saham (*hybrid*), dan emisi saham baru merupakan pilihan terakhir agar terhindar dari asimetri informasi yang menyebabkan harga saham turun. Teori ini sesuai pada perusahaan yang *overleverage* atau memiliki risiko bisnis yang besar (Pamungkas & Surwanti, 2021).

Bird in the Hand Theory

Teori ini menjelaskan bahwa investor lebih suka memperoleh dividen dibanding kenaikan harga saham di masa mendatang. Oleh sebab itu perusahaan yang mampu membayar dividen lebih disukai investor sehingga harga saham bisa meningkat (Sutomo et al., 2020).

Client Effect Theory

Teori ini menjelaskan bahwa investor dapat dikelompokkan menjadi 2, pertama, investor yang lebih suka memperoleh dividen karena membutuhkan dana untuk kebutuhan operasional. Kedua, investor yang lebih suka tidak memperoleh dividen karena memiliki penghasilan yang besar sehingga harus membayar pajak lebih besar. Untuk menghindari hal tersebut, investor harus menginvestasikan dividen yang diperoleh, hal ini menyebabkan investor harus meluangkan waktu, tenaga, dan fikiran agar saham yang dipilih menguntungkan (Husnan & Pujiastuti, 2015).

Arus Kas Investasi (AKI)

Arus kas investasi merupakan penerimaan dan pengeluaran kas berkaitan dengan sumberdaya perusahaan guna memperoleh penghasilan pada waktu yang akan datang. Arus kas

investasi antara lain: (a) penerimaan atau pengeluaran kas yang berkaitan dengan aktiva tetap, aktiva tidak berwujud, dan aktiva persisten lainnya, (b) perolehan saham atau instrumen keuangan perusahaan lain, (c) uang muka dan utang yang diberikan kepada pihak lain serta pelunasannya kecuali dilakukan oleh lembaga keuangan, dan (d) pengeluaran kas berkaitan dengan kontrak *futures*, *forward*, *options*, dan *swap* kecuali bertujuan untuk perdagangan (*dealing* atau *trading*), atau dikategorikan kegiatan pendanaan (Hanafi & Halim, 2018).

Implikasi AKI pada KMD

Perusahaan harus melakukan investasi agar mampu menciptakan berbagai macam inovasi sehingga mampu menciptakan produk baru guna meningkatkan kemampuan bersaing dengan perusahaan lain agar penjualan meningkat. Disamping itu perusahaan melakukan inovasi agar mampu untuk menekan biaya produksi. Peningkatan penjualan dibarengi dengan efisiensi biaya produksi berimplikasi pada peningkatan laba. Peningkatan laba merupakan signal bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik.

Dana yang digunakan untuk investasi dapat bersumber dari laba ditahan, apabila belum mencukupi dapat menambah utang, hal ini sesuai dengan *POT*. Peningkatan laba ditahan dapat diperoleh apabila perusahaan membayar dividen yang rendah. Sumber dana laba ditahan memiliki risiko bisnis yang rendah apabila penjualan mengalami penurunan (Hanafi, 2017).

H1: AKI memiliki implikasi negatif bermakna pada KMD

Implikasi PRF pada KMD

Perusahaan yang mampu memperoleh PRF yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik karena investor lebih menyukai perusahaan yang mampu menghasilkan PRF yang tinggi. Peningkatan PRF diharapkan memiliki implikasi perusahaan membayar dividen. Hal ini sesuai dengan *bird in the hand theory* yaitu investor lebih menyukai pembayar dividen sekarang dibanding memperoleh kenaikan harga saham di masa mendatang. Pernyataan ini didukung temuan PRF yang besar memiliki implikasi pada KMD (Agustina & Andayani, 2016; Bahri, 2017; Perwira & Wiksuana, 2018; Mnune & Purbawangsa, 2019; Zulkifli & Latifah, 2021; Bramaputra et al., 2022).

H2: PRF memiliki implikasi positif bermakna pada KMD

Implikasi LIK pada KMD

LIK menggambarkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek menggunakan aktiva lancar yang dimiliki. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola aktiva lancar sehingga tidak mengalami kesulitan membayar kewajiban jangka pendek. LIK yang besar yang dimiliki perusahaan diharapkan dapat digunakan untuk membayar dividen. Pernyataan ini didukung temuan yaitu LIK yang besar memiliki implikasi pada KMD (Sari & Sudjarni, 2015; Nugraheni & Mertha, 2019; Bramaputra et al., 2022; Citta et al., 2022).

H3: LIK memiliki implikasi positif bermakna pada KMD

Implikasi KIN pada KMD

KIN merupakan investor yang memiliki kemampuan yang memadai di bidang usaha yang dilakukan perusahaan sehingga mampu mendorong manajer terus-menerus melakukan inovasi (Pamungkas, 2024). KIN diharapkan mampu mengawasi manajer dengan baik agar tidak berbuat oportunis yang dapat merugikan perusahaan namun sebagian besar investor institusi (KIN) tidak mampu mengawasi manajer. Oleh sebab itu untuk menghindari konflik kepentingan antara KIN dengan manajer memutuskan agar perusahaan membayar dividen, hal ini sesuai

dengan AT. Pernyataan tersebut didukung temuan KIN yang besar memiliki implikasi pada KMD (Sriwahyuni & Pamungkas, 2016; Rais & Santoso, 2018; Nugraheni & Mertha, 2019).

H4: KIN memiliki implikasi positif bermakna pada KMD

Implikasi SMD pada KMD

SMD menggambarkan proporsi antara utang dengan modal sendiri atau utang dengan aset. Berdasarkan *trade off theory (TOT)*, perusahaan berusaha memiliki utang yang optimal yaitu utang yang besar agar memperoleh penghematan pajak namun tidak mengalami kesulitan likuiditas yang dapat menyebabkan kebangkrutan (Pamungkas & Surwanti, 2021). Oleh sebab itu perusahaan dalam kondisi *underleverage* akan membiayai investasinya menggunakan utang. Berdasarkan *POT*, perusahaan lebih mengutamakan menggunakan laba ditahan. Apabila belum mencukupi perusahaan akan menambah utang, menerbitkan *hybrid*, dan emisi saham baru merupakan pilihan terakhir agar terhindar dari asimetri informasi. Berdasarkan uraian tersebut perusahaan dapat menggunakan *TOT* dan *POT* secara bersama-sama (Pamungkas & Surwanti, 2021). Cara yang dilakukan adalah perusahaan menggunakan laba ditahan sampai dengan proporsi tertentu dan kekurangannya menggunakan utang sampai dengan batas utang optimal yaitu utang yang mampu memberikan penghematan pajak namun tidak membuat perusahaan kesulitan likuiditas.

Berdasarkan *POT*, perusahaan akan membayar dividen yang rendah (tidak membayar dividen) guna meningkatkan laba ditahan sehingga kebutuhan dana yang bersumber dari utang dapat dikurangi. Pernyataan ini didukung temuan SMD yang kecil memiliki implikasi pada KMD (Sari & Sudjarni, 2015; Fitriati & Pradita, 2019; Bramaputra et al., 2022).

H5: SMD memiliki implikasi negatif bermakna pada KMD

Implikasi UPR pada KMD

Perusahaan yang memiliki aset yang besar mampu melakukan diversifikasi usaha sehingga mampu mempertahankan bahkan meningkatkan penjualan. Peningkatan penjualan dengan asumsi biaya produksi konstan memiliki implikasi peningkatan laba. Laba yang diperoleh dapat dibagikan sebagai dividen. Apabila membutuhkan dana memiliki alternatif sumber dana selain laba ditahan yaitu menambah utang atau mengeluarkan hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD). Pada perusahaan besar, kreditor bersedia memberi pinjaman dengan bunga yang lebih rendah karena memiliki aset yang dapat digunakan untuk jaminan. Apabila mengeluarkan HMETD tidak khawatir terjadi asimetri informasi karena kepercayaan investor potensial. Oleh sebab itu UPR yang besar memiliki implikasi pada KMD (Mai, 2015; Setiawati & Yessica, 2016; Rais & Santoso, 2018).

H6: UPR memiliki implikasi positif bermakna pada KMD

3. Metode Penelitian

Jenis Penelitian, Populasi, dan Sampel

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif menggunakan data rasio keuangan yang dihitung berdasarkan laporan keuangan tahunan (LKT) yang disampaikan masing-masing perusahaan. Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2016-2021. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling yaitu perusahaan menyampaikan LKT dalam mata uang rupiah dan memiliki $SMD < 1$, diperoleh sampel sebanyak 246 observasi. Data diperoleh dari web BEI dan masing-masing perusahaan.

Variabel, Pengukuran, dan Alat Analisis

Penelitian ini menggunakan variabel dependen KMD yang diukur menggunakan variabel *dummy*, D=1 apabila nilai perusahaan membayar dividen dan D=0 apabila perusahaan tidak membayar dividen. Variabel independen terdiri atas AKI, PRF, LIK, KIN, SMD, dan UPR. Rumus yang digunakan sebagai berikut.

- Variabel Pengukuran
- AKI: pengeluaran investasi ÷ total aset (Pamungkas & Surwanti, 2021)
- PRF: laba setelah pajak ÷ total aset (Mnune & Purbawangsa, 2019; Murniati et al., 2018; Bramaputra et al., 2022)
- LIK: aktiva lancar ÷ utang lancar (Nugraheni & Mertha, 2019; Bramaputra et al., 2022)
- KIN: jumlah saham dimiliki institusi ÷ jumlah saham beredar (Kurnia & Dillak, 2021)
- SMD: total utang ÷ total aset (Pamungkas & Surwanti, 2021; Kosima et al., 2024)
- UPR: log total aset (Pamungkas, 2024; Kosima et al., 2024)

Uji hipotesis menggunakan analisis regresi *binary logistic* (Ghozali, 2018). Persamaan regresi sebagai berikut.

$$\ln \frac{(p)KMD}{(1-p)KMD} = b_0 + b_1AKI + b_2PRF + b_3LIK + b_4KIN + b_5SMD + b_6UPR + e$$

4. Hasil dan Pembahasan

Statistik Diskriptif

Hasil statistik diskriptif ditampilkan di Tabel 1. Rerata AKI sebesar 5,98%. AKI terbesar 51,59% di perusahaan menggunakan kode saham BOBA tahun 2020 dan terkecil perusahaan menggunakan kode saham MBTO tahun 2021 karena perusahaan mengurangi aset 25,39%. Rerata PRF sebesar 7,32%. Perusahaan menggunakan kode saham AISA tahun 2020 memiliki laba terbesar 59,90%, sedangkan perusahaan menggunakan kode saham RMBA tahun 2016 menderita kerugian 21,40%. Rerata LIK sebesar 249,19%. LIK terbesar 1296,19% di perusahaan menggunakan kode saham PYFA tahun 2021 dan terkecil 37,12% di perusahaan menggunakan kode saham BTEK tahun 2021.

KIN secara rerata 68,91%. KIN terbesar 99,94% di perusahaan menggunakan kode saham RMBA tahun 2021, sedangkan terkecil 4,24% di perusahaan menggunakan kode saham CMRY tahun 2021. Rerata SMD sebesar 42,66%. SMD terbesar 93,13% di perusahaan menggunakan kode saham PSDN tahun 2021 dan terkecil 2,88% di perusahaan menggunakan kode saham HRTA tahun 2018. Rerata UPR sebesar 12,3857 (Rp2.430.524.482.220). UPR terbesar 14,2537 (Rp179.356.193.000.000) di perusahaan menggunakan kode saham INDF tahun 2021 dan terkecil 10,7425 (Rp56.543.000.000) di perusahaan menggunakan kode saham BOBA tahun 2020.

Tabel 1. Statistik Diskriptif

Variabel	Minimum	Maksimum	Rerata	SB
AKI	-0,5159	0,2539	-0,0598	0,0868
PRF	-0,2140	0,5990	0,0732	0,1151
LIK	0,3712	12,9619	2,4919	0,8731
KIN	0,0425	0,9994	0,6891	0,2157
SMD	0,0288	0,9313	0,4266	0,1701
UPR	10,7425	14,2537	12,3857	0,7484

N = 246

Sumber : Data Diolah, 2024

Uji Kesesuaian Model

Hasil uji *Hosmer and Lemeshow's* yang ditampilkan pada Tabel 2 memperoleh nilai prob. sebesar $0,333 > 0,05$ menggambarkan bahwa analisis yang digunakan mampu menjelaskan implikasi AKI, PROF, LIK, SMD, dan UPR pada KMD. Tabel 3 menyajikan hasil *omnibus test of model coefficients* diperoleh nilai prob. sebesar $0,000 < 0,05$ menggambarkan bahwa salah satu variabel independen memiliki implikasi bermakna.

Tabel 2. Hasil *Hosmer and Lemeshow Test*

Step	Chi-square	db	Prob.
1	9,108	8	0,333

Sumber : Data Diolah, 2024

Tabel 3. Hasil *Omnibus Tests of Model Coefficients*

		Chi-square	db	Prob.
Step 1	Step	69,356	6	0,000
	Block	69,356	6	0,000
	Model	69,356	6	0,000

Sumber : Data Diolah, 2024

Koefisien Determinasi

Tabel 4 menyajikan nilai koefisien determinasi ditunjukkan pada nilai *Nagelkerke's R square* sebesar 0,335. Hal ini menggambarkan proporsi implikasi variabel independen terdiri atas AKI, PRF, LIK, SMD, dan UPR pada KMD sebesar 33,50%, sisanya 66,50% dipengaruhi variabel lain diluar model.

Tabel 4. Hasil Koefisien Determinasi

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke's R Square
1	271,806	0,246	0,328

Sumber : Data Diolah, 2024

Pembahasan

Tabel 5 menghasilkan temuan AKI memiliki implikasi negatif bermakna pada KMD, H1 didukung. Temuan ini menggambarkan bahwa sumber dana yang digunakan untuk membiayai investasi bersumber dari laba ditahan, hal ini sesuai dengan teori *pecking order*. Berdasarkan *POT* bahwa sumber dana dari laba ditahan memiliki risiko yang rendah tetapi memiliki kelemahan apabila dikaitkan dengan teori *free cash flow* yaitu apabila manajer menguasai sumber dana yang besar dapat berlaku oportunis dengan melakukan investasi yang belum tentu menguntungkan. PRF memiliki implikasi positif bermakna pada KMD (Agustina & Andayani, 2016; Bahri, 2017; Perwira & Wiksuana, 2018; Mnune & Purbawangsa, 2019; Bramaputra et al., 2022). H2 didukung. Peningkatan laba yang diperoleh perusahaan dapat digunakan untuk membayar dividen. Berdasarkan teori signaling bahwa perusahaan membayar dividen kepada investor merupakan signal bahwa perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik sehingga harga saham di bursa efek meningkat. Berdasarkan teori *bird in the hand* menunjukkan bahwa investor yang membutuhkan penghasilan dari dividen lebih menyukai *cash dividend* sekarang dibanding *capital gain* yang akan datang.

LIK tidak memiliki implikasi bermakna pada KMD (Bahri, 2017; Fitriati & Pradita, 2019; Pattiruhu & Paais, 2020), H3 tidak terdukung. Temuan ini menggambarkan perusahaan mampu membayar utang lancar menggunakan aktiva lancar yang dimiliki pada tenggat waktu yang

ditentukan. Hasil analisis diskriptif diperoleh nilai rerata LIK sebesar 2,4919 atau lebih besar 2 menggambarkan bahwa perusahaan memiliki likuiditas yang cukup namun perusahaan mengambil kebijakan tidak membayar dividen agar laba ditahan meningkat guna membiayai investasi.

KIN memiliki implikasi positif bermakna pada KMD (Sriwahyuni & Pamungkas, 2016; Rais & Santoso, 2018; Nugraheni & Mertha, 2019), H4 didukung. Temuan ini menggambarkan proporsi kepemilikan saham oleh institusi yang besar memiliki implikasi perusahaan membayar dividen yang besar. Hal ini bisa disebabkan karena pertama, pemegang saham (KIN) tidak mampu mengawasi manajemen. Kedua, KIN khawatir manajemen berbuat oportunistik. Ketiga, konflik kepentingan antara KIN dengan manajemen.

SMD memiliki implikasi negatif bermakna pada KMD (Sari & Sudjarni, 2015; Fitriati & Pradita, 2019; Bramaputra et al., 2022), H5 didukung. Temuan ini menggambarkan bahwa perusahaan yang memiliki utang yang besar memutuskan membayar dividen yang rendah karena beberapa pertimbangan pertama, membutuhkan dana untuk melunasi utang. Kedua, utang yang dimiliki sudah dinilai besar yaitu 42,66% (Tabel 1). Ketiga, meningkatkan laba ditahan guna membiayai investasi.

UPR memiliki implikasi positif bermakna pada KMD (Mai, 2015; Setiawati & Yessica, 2016; Rais & Santoso, 2018), H6 didukung. Temuan ini menggambarkan bahwa perusahaan besar memutuskan membayar dividen yang besar karena memiliki alternatif sumber dana yang lain pertama, menambah utang dengan biaya yang lebih rendah dibanding perusahaan kecil karena memiliki aset dapat yang jaminkan. Kedua, melakukan hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) karena tidak khawatir harga saham di bursa rendah.

Tabel 5. Hasil Analisis Regresi

Variabel	Koefisien	S.E.	Wald	Prob.
Konstanta	-13,577	2,938	21,351	
AKI	-4,224	1,861	5,153	0,023
PRF	3,569	1,571	5,163	0,023
LIK	0,107	0,087	1,503	0,220
KIN	1,988	0,725	7,521	0,006
SMD	-2,139	1,016	4,434	0,035
UPR	0,989	0,228	18,824	0,000

Sumber : Data Diolah, 2024

5. Kesimpulan

Perusahaan membayar dividen yang rendah karena dana yang diperoleh dari laba digunakan untuk meningkatkan laba ditahan yang berguna untuk: (a) membiayai investasi dan (b) membayar utang. Kebijakan ini ditempuh karena sumber dana dari laba ditahan memiliki risiko yang kecil apabila penjualan mengalami penurunan akibat dari kondisi ekonomi yang menurun serta tingkat persaingan antar perusahaan yang tinggi. Pemegang saham institusi memilih memperoleh dividen karena: (a) tidak dapat mengawasi manajemen dan (b) menghindari konflik kepentingan dengan manajemen. Perusahaan besar mampu membayar dividen yang besar karena memiliki alternatif sumber dana selain laba ditahan yaitu utang jangka panjang dengan biaya yang rendah karena perusahaan besar memiliki jaminan (collateral) yang besar dan mampu melakukan diversifikasi sehingga penjualan dapat dipertahankan. Penelitian selanjutnya dapat menambah sampel perusahaan yang tergabung di sektor manufaktur dan menambah tahun pengamatan agar dapat diperoleh hasil yang lebih representatif. Mengganti proksi likuiditas yang semula *current ratio* menjadi *cash*

ratio guna mengidentifikasi ketersediaan kas untuk membayar dividen.

Daftar Pustaka

- Agustina, L., & Andayani. (2016). Pengaruh Kinerja keuangan, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 5(10), 1–23. <http://jurnalmahasiswa.stiesia.ac.id/index.php/jira/article/view/2416>
- Bahri, S. (2017). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *JRAK Jurnal Riset Akuntansi & Komputerisasi Akuntansi*, 8(1), 63–84. <https://jurnal.unismabekasi.ac.id/index.php/jrak/article/view/882>
- Bramaputra, E. D., Musfitria, A., & Triastuti, Y. (2022b). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Makanan Minuman yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2015. *El-Mail Jurnal Kajian Ekonomi dan Bisnis Islam*, 2(3), 2424–2439. <https://journal.laaroiba.ac.id/index.php/elmal/article/view/901>
- Citta, K. M. S. M., Merawati, L. K., & Tandio, D. R. (2022). Pengaruh Solvabilitas, Investment Opportunity Set, Pertumbuhan Perusahaan, Cash Ratio, dan Laba Bersih terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Kharisma*, 4(1), 330–341. <https://e-journal.unmas.ac.id/index.php/kharisma/article/view/4577>
- Dhova, E. P., Setyadi, M. G., & Suprihati. (2022). Pengaruh Solvabilitas, Pertumbuhan Aset, Firm Size, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur di BEI Tahun 2018-2020. *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, 23(1), 1–12. <https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/jap/article/view/5867>
- Fitriati, I. K., & Pradita, N. (2019). Peran Debt to Equity Ratio dalam Memediasi Pengaruh Current Ratio dan Institutional Ownership terhadap Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Manufaktur. *BMAJ Business Management Analysis Journal*, 2(1), 1–15. <https://jurnal.umk.ac.id/index.php/bmaj/article/view/2973>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. BP Universitas Diponegoro.
- Hanafi, M. M. (2017). *Manajemen Keuangan*. BPFE Universitas Gadjah Mada.
- Hanafi, M. M., & Halim, A. (2018). *Analisis Laporan Keuangan*. UPP STIM YKPN.
- Hardi, S., & Andestiana, R. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Hutang dan Pertumbuhan Aset terhadap Kebijakan Dividen (Pada Perusahaan Food and Beverage yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017). *Dinamika UMT*, 2(2), 44–58. <https://jurnal.umt.ac.id/index.php/dinamika/article/view/1437>
- Husnan, S., & Pujiastuti, E. (2015). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (7 ed.). UPP STIM YKPN.
- Kosima, B., Kalsum, U., Permana, A., & Qoriyanah, F. F. (2024). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur. *Isoquant: Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi*, 8(1), 95–109. <http://dx.doi.org/10.24269/iso.v8i1.2636>
- Kurnia, A. P., & Dillak, V. J. (2021). Pengaruh Investment Opportunity Set, Collateral Asset, Managerial Ownership, Institutional Ownership terhadap Kebijakan dividen (Studi Kasus Perusahaan Industri Barang Konsumsi Periode 2015-2019). *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Keuangan*, 4(1), 414–428. <https://journal.ikopin.ac.id/index.php/fairvalue/article/view/519>
- Mai. (2015). Pengaruh Faktor Fundamental dan Non Fundamental Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *JABPI Jurnal Akuntansi Bisnis dan Perbankan Indonesia*, 23(1), 139–156. <https://shorturl.at/ahnB8>
- Mnune, T. D., & Purbawangsa, I. B. A. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Ukuran Perusahaan dan Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 8(5), 2862–2890. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2019.v08.i05.p10>
- Murniati, L., Rapini, T., & Sumarsono, H. (2018). Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Nilai Perusahaan dengan Corporate Social Responsibility (CSR) sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2016. *Isoquant: Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi*, 2(1), 26–36. <http://dx.doi.org/10.24269/iso.v2i2.187>
- Nugraheni, N. P., & Mertha, M. (2019). Pengaruh Likuiditas dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 26(1), 736–762. <https://doi.org/10.24843/EJA.2019.v26.i01.p27>
- Pamungkas, W. S. (2024). The Consequence Of Investment Opportunity Set In Strengthening Investment Policy On Profitability In Indonesia. *Indonesian Journal of Innovation Studies*, 25(1), 6–12. <https://doi.org/10.21070/ijins.v26i1.998>

- Pamungkas, W. S., & Surwanti, A. (2021). Non-Mutually Exclusive Trade-off and Pecking Order Theories: A Study in Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 12(1), 71–87. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Pangestuti, D. C. (2020). Regresi Data Panel: Profitabilitas, Pertumbuhan Aktiva, dan Solvabilitas terhadap Kebijakan Dividen. *JRMB Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*, 5(1), 119–133. <http://jrmb.ejournal-feuniat.net/index.php/JRMB/article/view/337>
- Pattiruhu, J. R., & Paais, M. (2020). Effect of Liquidity, Profitability, Leverage, and Firm Size on Dividend Policy. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 35–42. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.035>
- Perwira, A. A. G. A. N., & Wiksuana, I. G. B. (2018). Pengaruh Profitabilitas dan Pertumbuhan Aset terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 7(7), 3767–3796. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i07.p12>
- Purwaningsih, E., & Lestari, K. (2021). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal dan Pertumbuhan Aset terhadap Kebijakan Dividen. *SIKAP Sistem Informasi Perpajakan dan Auditing*, 6(1), 108–124. <https://jurnal.usbypkp.ac.id/index.php/sikap/article/view/792>
- Rais, B. N., & Santoso, H. F. (2018). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Deviden. *Jurnal Akuntansi*, 8(1), 71–83. <http://ejournal.ukrida.ac.id/ojs/index.php/IMB/article/view/1529>
- Roos, N. M., & Manalu, E. S. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen dengan Likuiditas sebagai Variabel Pemoderasi (Studi pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di BEI Periode Tahun 2011-2015). *Journal of Accounting and Business Studies*, 4(1), 24–39. <https://shorturl.at/gnsLN>
- Rusli, E. M., & Sudiarta, G. (2017). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Pertumbuhan Perusahaan dan Efektivitas Usaha terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 6(10), 5348–5376. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Manajemen/article/view/31768>
- Sari, K. A. N., & Sudjarni, L. K. (2015). Pengaruh Likuiditas, Leverage, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(10), 3346–3374. <https://shorturl.at/bnoOX>
- Setiawati, S. W., & Yessica, L. (2016). Analisis Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Utang, Collateralizable Assets, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2012– 2014. *Jurnal Akuntansi*, 1, 52–82. <https://doi.org/10.25170/jara.v10i1.40>
- Sriwahyuni, U., & Pamungkas, W. S. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Kepemilikan Institusional, dan Investment Opportunity Set terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2010-2014. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 7(1), 84–109. <https://journal.umy.ac.id/index.php/mb/article/view/3904>
- Sutomo, S., Wahyudi, S., Pangestuti, I. R. D., & Muharam, H. (2020). The determinants of capital structure in coal mining industry on the Indonesia Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(1), 165–174. [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(1\).2020.15](https://doi.org/10.21511/imfi.17(1).2020.15)
- Widiari, N. N. O., & Putra, I. W. (2017). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Dividen dengan Free Cash Flow sebagai Pemoderasi. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 20(3), 2303–2332. <https://ojs.unud.ac.id/index.php/Akuntansi/article/view/70932>
- Zulkifli, & Latifah. (2021). Pengaruh Corporate Governance, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Riset Manajemen*, 8(1), 17–27. <https://doi.org/10.32477/jrm.v8i1.244>