

KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN STABIL: BUKTI EMPIRIS DARI BURSA EFEK INDONESIA

**Perminas Pangeran
Kinteki Nugrahati**

Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana
Jl. Dr. Wihidin Sudiro Husodo 5 - 25, Yogyakarta, 55224

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of profitability, financial leverage, firm size, and distress risk towards the dividend payments of financially stable firms. The financial condition of the company is analyzed by the Altman Z-Score model. The classification result of revised Z score model shows that the company in Indonesia which pays dividends consistently over 5 years (2006-2010), the majority (57) categories of healthy or stable companies, while small portion (7) of the company in the category of gray area. This study concludes that the four hypotheses are supported. Profitability has a positive influence on the payment of dividends. Financial leverage has positive effect on the payment of dividends. Firm size has positive influence on the payment of dividends. The risk of distress has positive impact on the payment of dividends.

Keywords: Z-Score, Revised Z Score Model, Distress Risk, Dividend to Equity

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen adalah penting untuk menarik investor berinvestasi. Para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil. Stabilitas dividen dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mengurangi ketidakpastian investor yang menanamkan dananya ke dalam perusahaan. Secara tidak langsung kebijakan dividen merupakan pelengkap bagi struktur modal. Namun, perusahaan dengan kondisi stabil, melakukan pembayaran dividen tidak menjadi masalah. Dimana pada perusahaan yang memiliki operasi stabil dapat merencanakan pembayaran dividennya dengan derajat

keyakinan yang cukup tinggi. Berbeda halnya bagi perusahaan dengan ketidakstabilan keuangan, mereka memiliki kesulitan keuangan. Perusahaan yang memiliki potensi risiko kebangkrutan, tidak memungkinkan adanya pembayaran dividen bagi para pemegang saham.

Namun hasil penelitian yang dilakukan oleh Cohen dan Yagil (2009) menunjukkan bahwa dari 334 perusahaan pada indeks S&P500 yang membagikan dividen konsisten selama lima tahun (1999-2003), terdapat 140 perusahaan masuk kategori *financial distress* dan 194 perusahaan masuk kategori stabil. Bahkan pada kategori

perusahaan *financial distress* melakukan persentase pembayaran dividen lebih tinggi daripada perusahaan stabil untuk menarik investor. Sementara itu, di Indonesia beberapa penelitian sebelumnya (Kusuma,2010; Puspita,2009; dan Kaweny,2007) hanya menekan pada faktor-faktor struktur modal yang mempengaruhi kebijakan dividen. Selain itu mereka menggunakan hutang dan variabilitas pendapatan operasi sebagai risiko perusahaan, tetapi belum mempertimbangkan kondisi risiko *distress* perusahaan. Hal ini menjadi peluang kembali bagi penelitian ini apakah kebijakan dividen pada perusahaan di Indonesia memang dilakukan hanya oleh perusahaan stabil atau juga dilakukan oleh perusahaan berpotensi bangkrut atau kesulitan (*financial distress*) sebagai usaha menarik investor dengan pembayaran dividen tinggi.

Perusahaan yang berada pada kondisi *financial distress* seharusnya tidak membayar dividen karena perusahaan menjadi tidak stabil, jika penjualan dan margin keuntungan tidak meningkat (Cohen dan Yagil,2009). Perusahaan yang kurang berkemampuan memperoleh laba ini cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan. Faktor ukuran perusahaan yang besar namun menggunakan hutang yang tinggi menjadikan kebijakan dividen lebih berisiko karena melibatkan pengurangan likuiditas dan

peningkatan *leverage* keuangan yang meningkatkan risiko kebangkrutan.

Disisi lain, pada perusahaan dengan kondisi keuangan stabil mempunyai profitabilitas tinggi seharusnya memiliki fleksibilitas dalam menentukan besaran dan pola dividen perusahaan. Perusahaan dengan kondisi keuangan stabil mempunyai karakteristik antara lain, *dividend payout ratio* lebih tinggi, level *financial leverage* yang lebih rendah, meningkatkan *dividend per share* setiap tahunnya, mempunyai ROE dan *current ratio* yang lebih tinggi pula (Cohen dan Yagil, 2009). Perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah. Kemudian dengan ukuran perusahaan besar (tahap matang) dan kestabilan *financial*, maka perusahaan masih fleksibel melakukan pinjaman untuk pembayaran dividen dengan meningkatkan *financial leverage*. Meskipun demikian, hasil penelitian Cohen dan Yagil, (2009) membuktikan bahwa pembagian dividen secara konsisten tetap dilakukan oleh perusahaan *distress* sebagai sinyal untuk menarik investor. Hasil ini mengungkapkan bahwa pembayaran dividen seharusnya dilakukan oleh perusahaan stabil. Hasil beberapa penelitian sebelumnya tentang pembayaran dividen di Indonesia belum menguji perusahaan dengan kondisi kesulitan keuangan tetapi tetap membayar dividen.

Oleh karena itu, penting juga mempertimbangkan untuk menguji bagaimana kondisi keuangan tertentu perusahaan mempengaruhi pembayaran dividen.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini mengembangkan riset Cohen dan Yagil (2009) dalam konteks Indonesia dan menguji kembali faktor-faktor kondisi *financial* perusahaan yang membayarkan dividen serta menggunakan Altman Z-Score dalam mempertimbangkan risiko *distress* terhadap pembayaran dividennya. Penelitian ini lebih fokus pada variabel profitabilitas, *financial leverage*, *firm size*, dan tingkat risiko *distress* tanpa mengkaji hubungan kebijakan dividen dengan struktur kepemilikan yang berkaitan dengan konflik keagenan (*agency conflict*) dan permasalahan tentang pelaksanaan *corporate governance*. Selain itu, penelitian dilakukan hanya pada seluruh perusahaan non keuangan yang *go public* yang konsisten membagikan dividen selama 5 tahun dari tahun 2006–2010. Pengambilan sampel perusahaan *non-finance* atas pertimbangan adanya ketidaksesuaian pada variabel *current assets*, *current liabilities*, dan *long-term liabilities* untuk penghitungan *Altman Z-Score*. Kebijakan dividen diproksikan dengan *dividend to equity*. Profitabilitas diproksikan dengan profit margin, *financial leverage* diproksikan

dengan *debt to total assets (DTA)*. Kemudian *firm size* diproksikan dengan log natural *total sales*.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris pengaruh profitabilitas, *financial leverage*, *firm size*, dan potensi risiko *distress* terhadap pembayaran dividen pada perusahaan stabil. Selain itu, juga untuk memetakan kategori kondisi *financial* perusahaan di Indonesia yang membagikan dividen konsisten selama lima tahun (2006-2010) dengan menggunakan poin *cut-off* dari *Altman Z-Score model*. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan untuk pengembangan kebijakan dividen serta indikasi penerapannya di Indonesia, terutama berkaitan dengan faktor–faktor yang perlu dipertimbangkan dalam penentuan kebijakan dividen bagi perusahaan yang *go public* sesuai kondisi keuangan perusahaan.

KAJIAN LITERTUR

Kebijakan Dividen Perusahaan Stabil

Easterbook (1984) menyatakan bahwa perusahaan harus membayar dividen karena perusahaan dipaksa masuk pasar sebagai alternatif lain bagi *internal financing* agar investor memiliki insentif dan kemampuan untuk memonitor manajer. Namun jika ternyata perusahaan mengalami kesulitan

keuangan (*financial distress*), maka dapat mempengaruhi kebijakan dividen.

Ketidakstabilan keuangan perusahaan (*financial distress*) menyebabkan gangguan pada kebijakan dividen. Brigham dan Gapenski (1997) mengatakan bahwa semakin besar pembiayaan dari hutang dan semakin besar beban bunga tetap, semakin besar probabilitas bahwa penurunan *earning* akan mengarah kepada kesulitan keuangan, karena itu akan semakin tinggi probabilitas biaya kesulitan keuangan akan dikenakan. Jadi, hutang dapat pula menyebabkan kesulitan keuangan. Kemudian indikator yang menunjukkan apakah suatu perusahaan mengalami *financial distress* antara lain ditandai dengan adanya pemberhentian tenaga kerja atau hilangnya pembayaran dividen (Hill et al, 1996 dalam Candrawati, 2008).

Kumar dan Lee (2001) dalam Cohen dan Yagil (2009) mengekspektasikan bahwa *smoothing dividend* dimaksudkan untuk menarik investor pada perusahaan dalam kesulitan keuangan (*financial distress*). Menurut pandangan mereka, dividen mengurangi faktor-faktor yang dapat mencegah investor dalam menanamkan modalnya di perusahaan tersebut seperti rendahnya tingkat volatilitas dan likuiditas pendapatan.

Berdasarkan hasil penelitian Chang dan Rhee (1990) dalam Asnawi dan Chandra

(2005) bahwa perusahaan dengan *earning* yang stabil lebih dapat meminjam serta lebih dapat membagikan dividen. Menurut Wals (2003) total pengembalian (*return*) kepada pemegang saham selama waktu tertentu berasal dari dividen yang diterima ditambah peningkatan harga saham (*capital gain*). Meskipun bagi sebagian investor peningkatan harga saham adalah hal yang paling penting, namun pemegang saham atau investor baik perseorangan maupun institusi membutuhkan laba untuk keperluan sehari-hari sehingga sangat memperhatikan pada dividen. Mereka akan memperhatikan nilai absolut *dividen per share* dan sejarah pembayaran dividen yang meningkat secara stabil. Oleh karena itu, perusahaan sangat tidak menyukai keputusan untuk mengurangi dividen karena hal ini akan menyebabkan investor menarik diri dari perusahaan sehingga berdampak serius terhadap harga saham. Bahkan sebuah perusahaan yang sedang mengalami kesulitan (*distres*) bertahun-tahun, seringkali memutuskan untuk membayar dividen yang melebihi laba daripada memotong pembayaran dividen.

Pengujian hubungan antara pembayaran dividen dan *Altman Z-Score* serta variabel perusahaan lainnya telah diteliti oleh Cohen dan Yagil (2009) dengan menggunakan *current ratio* sebagai variabel likuiditas perusahaan yang ternyata

berpengaruh negatif terhadap dividen. Perusahaan yang stabil mempunyai profitabilitas yang lebih baik untuk membayarkan dividen yang stabil sesuai dengan tingkat profitabilitas mereka. Selain itu perusahaan stabil mempunyai ketergantungan yang tidak begitu kuat terhadap profitabilitas dibandingkan pada perusahaan *distress*, karena pada perusahaan *distress* terjadi perubahan yang cepat dan tinggi dalam kebijakan pembayaran dividennya untuk menarik investor. Selain itu ditemukan pula hasil penelitian bahwa pada perusahaan yang tergolong finansialnya stabil, memiliki karakteristik tingkat pembayaran dividen dengan *financial leverage* yang rendah, namun meningkatkan *dividend per share* dari waktu ke waktu dan memiliki profitabilitas (ROE) serta likuiditas (*current ratio*) yang lebih tinggi.

Menurut Brigham dan Houston (2006), perusahaan dengan laba yang lebih tinggi, akan mampu membayar dividen yang lebih tinggi, sehingga berkaitan dengan laba per lembar saham yang akan naik karena tingkat hutang yang lebih tinggi, maka leverage akan dapat menaikkan harga saham. Namun struktur modal yang optimal adalah struktur yang memaksimalkan harga saham perusahaan dan hal ini biasanya meminta rasio hutang yang lebih rendah daripada rasio yang memaksimalkan EPS yang diharapkan.

Model Teoritis

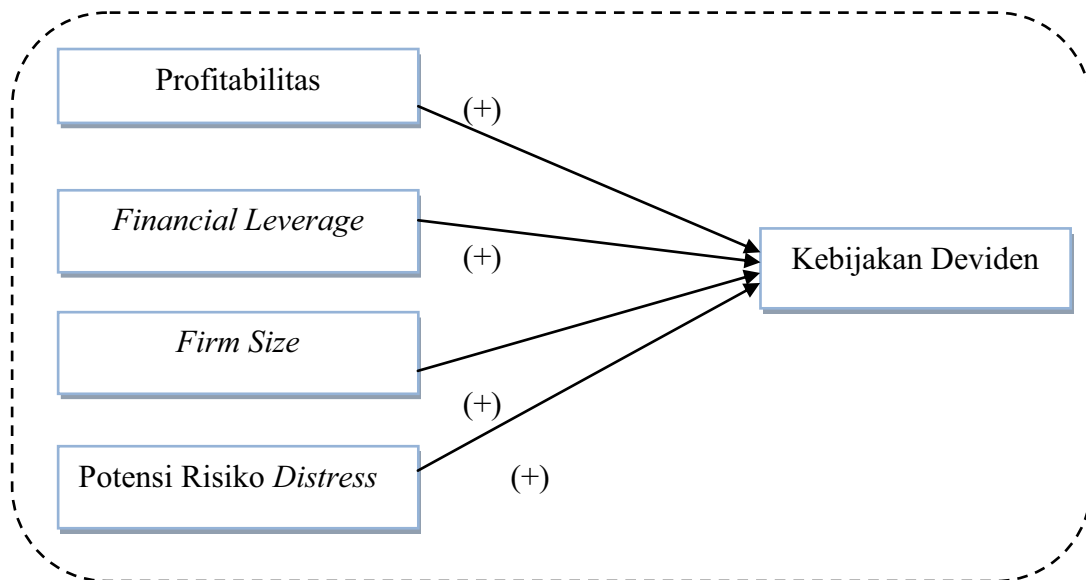
Cohen dan Yagil (2009) meneliti pembayaran dividen pada perusahaan yang mengalami *financial distress* dengan tujuan untuk menarik investor. Menggunakan sampel perusahaan sebanyak 334 dari 500 perusahaan yang masuk dalam daftar S&P 500. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami *financial distress* mempunyai *dividend payout ratio* lebih tinggi daripada perusahaan stabil. Pada perusahaan stabil mempunyai likuiditas (*current ratio*) berhubungan negatif dengan pembayaran dividen. Kemudian pada variabel profitabilitas (ROA), *financial leverage* (DTA), dan *Firm Size* (*Log Sales*) berhubungan positif dengan pembayaran dividen.

Penelitian Risaptoko (2007) menunjukkan bahwa variabel perubahan *cash ratio* dan DTA berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DPR, sedangkan variabel *growth*, *size*, dan *ROA* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR. Selanjutnya, penelitian Fira Puspita (2009) menguji pengaruh variabel *cash ratio*, *growth*, *firm size*, *return on asset (ROA)*, *debt to total assets (DTA)*, *debt to equity ratio (DER)* terhadap *dividend payout ratio (DPR)* dengan menggunakan sampel 26 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2007. Hasil penelitiannya menunjukkan

bahwa *cash ratio*, *firm size*, ROA berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. Sedangkan *growth* berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR. Dua variabel lainnya yaitu DTA dan DER berpengaruh negatif tidak signifikan. Penelitian Kusuma (2010) menunjukkan hutang, risiko dan likuiditas berpengaruh positif terhadap *cash dividend* di BEI. Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan

perusahaan, dan *size* tidak berpengaruh terhadap *dividen yield*.

Berdasarkan dasar-dasar teori dan hasil penelitian terdahulu, maka dapat disusun suatu gambar model penelitian, profitabilitas, *financial leverage*, *firm size*, dan risiko *distress* (Altman Z-Score) pada kebijakan dividen perusahaan stabil seperti ditunjukkan dalam gambar 1 berikut ini:



Gambar 1
Model Teoretis Penelitian

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Profitabilitas dan Kebijakan Dividen

Rasio profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur efektivitas manajemen berdasarkan hasil pengambilan keputusan yang dihasilkan dari penjualan dan investasi (Weston dan Copeland 1995). Perusahaan yang mempunyai profitabilitas

yang tinggi akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya dengan harapan akan mendapatkan keuntungan yang tinggi pula. Pengaruh profitabilitas sebagai komponen Altman Z-Score terhadap kebijakan dividen, mengarah pada diskusi intensif dalam literatur bahwa dividen memberikan prediksi tentang laba masa depan

perusahaan, artinya dividen mengandung informasi positif dengan perubahan pada laba (Garret dan Priesttley, 2000 dalam Cohen dan Yagil, 2009)

Profitabilitas merupakan hasil akhir bersih dari berbagai kebijakan dan keputusan perusahaan, dimana rasio ini digunakan sebagai alat pengukur atas kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan dari setiap rupiah penjualan yang dihasilkan. Jika perusahaan menahan labanya dalam bentuk *retained earnings*, maka kemampuan pembentukan dana internalnya akan semakin besar yang dapat digunakan untuk membiayai aktivitas perusahaan. Hal ini mengurangi ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal dan sekaligus akan memperkecil risiko perusahaan akan terjadinya *financial distress*.

Weston dan Copeland (1992) menunjukkan bahwa *earnings change* berpengaruh positif pada *dividend payout ratio*. Semakin stabil *earnings change* maka perusahaan dapat membayar beban bunga atau hutang sehingga dapat memberikan dividen yang tinggi (Riyanto, 1990). Hasil penelitian Puspita (2009) menunjukkan bahwa pengaruh positif variabel *Return On Asset* (ROA) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) menjelaskan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen yang

dilakukan perusahaan. Penelitian Cohen dan Yagil (2009) juga menunjukkan pada perusahaan stabil mempunyai profitabilitas yang diprosikan profit margin berhubungan positif dengan pembayaran dividen. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁: *Profitabilitas* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan stabil.

Financial Leverage dan Kebijakan Dividen

Financial leverage menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban baik itu jangka pendek maupun jangka panjang. Masalah yang berkaitan dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan timbul ketika sebuah perusahaan memasukkan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya (Brigham dan Houston, 2006:36). Chang dan Rhee (1980) meneliti relasi antara kebijakan kebijakan dividen dan hutang. Hipotesis hubungan antara dividen dan hutang perusahaan positif diterima, dimana dari adanya penggunaan kas untuk pembayaran dividen mengakibatkan jumlah hutang meningkat.

Hasil penelitian Kusuma (2010) menunjukkan hutang berpengaruh positif terhadap cash *dividen* di BEI. Hal tersebut seperti hasil pada penelitian Cohen dan Yagil

(2009) yang juga menunjukkan pada perusahaan stabil, *financial leverage* berhubungan positif dengan pembayaran dividen. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₂ : *Financial leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan stabil.

***Firm Size* dan Kebijakan Dividen**

White (1989) dalam Candrawati (2008) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan besar lebih mudah mendapatkan dana tambahan yang diperlukan dari pihak eksternal karena lazimnya investor akan menginvestasikan dana pada perusahaan-perusahaan besar. Perusahaan-perusahaan yang lebih besar lebih mudah mendapatkan tambahan dana dari investor karena mempunyai profil yang lebih tinggi sehingga mempunyai kemungkinan lebih besar untuk bertahan dari keadaan *distress*. Kemampuan aksesibilitas ke pasar modal dapat diartikan adanya fleksibilitas dan kemampuan perusahaan untuk menciptakan hutang atau memunculkan dana yang lebih besar dengan catatan perusahaan tersebut memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil.

Dengan demikian perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik

seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya, sehingga antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan yang positif (Cleary,1999 dalam Risaptoko,2007). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Puspita (2009) *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. Hasil penelitian Chang dan Rhee (1980) menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki dampak positif dengan hutang dan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₃: *Firm Size* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan stabil.

Potensi Risiko Kebangkrutan (*Distress*) dan Kebijakan Dividen

Dalam penelitian ini menggunakan model perhitungan Altman Z-Score modifikasi karena relevan untuk seluruh sektor perusahaan. Dimana syarat perusahaan stabil yaitu mempunyai nilai di atas 2,6. Semakin tinggi nilai Z-Score, menunjukkan potensi risiko *distress* dan biaya kebangkrutan semakin kecil serta perusahaan semakin stabil sehingga memungkinkan untuk pembayaran dividen. Crutchley dan Hansen (1989) dalam Asnawi dan Wijaya (2005) mendapatkan hasil dari penelitiannya bahwa perusahaan besar memiliki *debt agency cost* (biaya

kebangkrutan) yang semakin kecil dan memiliki dampak positif dengan dividen. Menurut hasil penelitian Cohen dan Yagil (2009), Perusahaan yang memiliki nilai Altman Z Score di atas 2,6 yang berarti perusahaan stabil mempunyai tingkat pembayaran (*payout rate*) dan *dividend yield* (%) yang lebih rendah daripada perusahaan *distress* (nilai Z-Score dibawah 2,6). Namun perusahaan stabil mempunyai *dividend to equity* lebih besar daripada perusahaan *distress*. Hasil penelitian tersebut, menunjukkan bahwa Z-Score berhubungan positif dengan pembayaran dividen pada perusahaan stabil. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis keempat dalam penelitian ini yaitu:

H₄: Potensi risiko *distress* (Nilai Z-Score) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan stabil.

METODA PENELITIAN

Data dan Sampel

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang berupa data panel. Data-data yang diperlukan adalah data dividend dan laporan keuangan perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini perusahaan yang digunakan adalah semua perusahaan yang *go-public* di BEI tahun 2006-2010. Pengambilan sampel dalam

penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, pengambilan data disesuaikan dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan sebelumnya. Kriteria perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah: 1) Perusahaan yang membagikan dividen secara konsisten selama 5 tahun dari tahun 2006–2010 non-perbankan. 2) Mempunyai data DPR (*Dividen Payout Ratio*) atau setidaknya mempunyai data-data lengkap nilai DPS (*Dividen Per Share*) tiap tahun. Hanya perusahaan yang membagikan dividen tunai (*cash dividend*). 3) Tersedia laporan keuangan tahunan selama tahun 2006–2010 termasuk variabel rasio-rasio keuangan, *closing price*, dan *listed share*. Berdasarkan kriteria pengambilan sampel tersebut, diperoleh 52 perusahaan selama periode pengamatan 5 tahun dan menjadi 260 data.

Definisi Operasional Variabel

Variabel-variabel yang dibutuhkan dalam penelitian ini ada lima yang terdiri dari satu variabel dependen yaitu kebijakan dividen (*Dividend to Equity*) serta empat variabel independen yaitu profitabilitas (*profit margin*), *financial leverage* (*debt to total assets*), dan *firm size* (\ln *total sales*) dan risiko *distress* (angka Altman Z-Score). Masing-masing variabel penelitian secara operasional dapat didefinisikan sebagai berikut:

Variabel Dependen

Variable dependen dalam penelitian ini adalah pembayaran dividen. Pembayaran dividen diproksikan dengan *dividend to equity* yang dapat diformulasikan:

$$DEQ = \sum_{it}^j \frac{Div_{jit}}{Eq_{jit}}$$

Div_{jit} : Nominal dividen tahun ke-i dalam perusahaan ke-j

Eq_{jit} : Total Ekuitas tahun ke-i dalam perusahaan ke-j

Variabel independen

Profitabilitas (*profit margin*).

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba (profit). Dimana laba didapatkan salah satunya hasil dari penjualan produk perusahaan. Profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan profit margin karena perusahaan biasanya menggunakan model peramalan keuangan untuk lima tahun ke depan dengan memasukkan informasi ramalan penjualan, margin laba (Brigham dan Houston,2006). Profit margin dihitung dengan menggunakan rumus seperti berikut :

$$\text{Profit Margin (PM)} = \sum_{it}^j \frac{EAT_{jit}}{Sales_{jit}}$$

EAT_{jit} = *Earning After Tax* tahun ke-i dalam perusahaan ke-j

Sales_{jit} = Total *sales* atau penjualan tahun ke- i dalam perusahaan ke-j

Financial Leverage. Leverage perusahaan dalam penelitian ini menggunakan *financial leverage*. Leverage adalah rasio antara nilai buku seluruh hutang atau liabilitas (*debt*) terhadap total aktiva (*total assets*). Dari definisi di atas maka *leverage* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Leverage perusahaan (DTA)} = \sum_{it}^{ij} \frac{D_{ij}}{TA_{ij}}$$

D_{ij} = Total hutang atau *liabilities* tahun ke-i dalam perusahaan ke-j

TA_{ij} = Total aset perusahaan tahun ke- i dalam perusahaan ke-j

N_j = Jumlah perusahaan dalam industri j

Firm Size. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan besarnya penjualan produknya. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan diproksikan melalui *net annual sales* (Harjono,2002 dalam Risaptoko,2007), hal ini dikarenakan *net sales* mencerminkan besar kecilnya perusahaan dalam melakukan strategi ekspansinya. Ukuran perusahaan (*firm size*) dapat dirumuskan sebagai berikut :

Firm Size (LnFSS) = Log nat dari total sales

Risiko Distress. Salah satu model untuk memprediksi potensi kebangkrutan pada perusahaan menggunakan model diskriminan Altman Z-Score. Sehingga nilai Z-Score digunakan untuk mengkategorikan apakah suatu perusahaan termasuk dalam kategori *distress* atau sehat (stabil) dan semakin besar

nilai Z-Score artinya semakin perusahaan jauh dari kondisi *distress*. Pada penelitian ini menggunakan model Altman modifikasi karena disana dikatakan bahwa model Altman ini mampu memprediksi potensi *financial distress* perusahaan dari segala jenis industri. Kemudian pada model ini juga telah mengeliminasi variabel X5 (*sales/total assets*) karena rasio ini sangat bervariasi pada industri dengan ukuran aset yang berbeda-beda.

Model Empiris

Penelitian ini menggunakan model analisis regresi linier berganda, maka persamaan statistik penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut,

$$DEQ = \alpha + \beta_1 PM + \beta_2 DTA + \beta_3 FSS + \beta_4 \text{LogZS} + \varepsilon$$

Ket :

DEQ = *Dividend to Equity*

α = konstanta

$\beta_1 - \beta_4$ = koefisien regresi dari tiap-tiap variabel independen

PM = *Profit Margin*

DTA = *Debt to Total Assets (DTA)*

FSS = *Firm Size*, log natural *Sales*

ZS = Nilai Z-Score

ε = *Error terms* atau variabel gangguan/acak.

HASIL PENELITIAN

Analisis hasil penelitian dan pembahasan dalam bab ini akan menunjukkan hasil olah analisis data menggunakan Eviews 6.0 dan membahas hasil regresi data panel perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia dimana konsisten membagikan dividen selama 5 tahun (2006-2010). Sebelum dianalisis, melakukan kategorial sampel perusahaan menjadi dua bagian perusahaan yaitu kategori perusahaan stabil dan perusahaan *grey area* sebagai pembanding dengan *point cut off* dari *Altman Z-Score* modifikasi. Model regresi yang digunakan adalah model analisis regresi linier berganda untuk menguji apakah terdapat pengaruh likuiditas, profitabilitas, leverage, *firm size*, dan risiko *distress* pada pembayaran dividen. Hasil uji asumsi klasik untuk memenuhi persyaratan estimator yang BLUE juga akan ditunjukkan. Pengujian model dalam penelitian ini menggunakan *Hausman-Test*, koefisien determinasi R^2 , dan uji F. Untuk menguji hipotesis, peneliti menggunakan uji statistik.

Karakteristik berdasarkan Altman Z-Score dan variable terkait

Penelitian ini mengelompokkan kondisi keuangan perusahaan yang membagikan dividen. Pada tabel 1 ditampilkan hasil pengelompokkan atau

kategorial daftar perusahaan beserta kondisi finansialnya dilihat dari nilai Altman Z-score modifikasi dengan *point cut off* yaitu 2,6. Dari 52 perusahaan yang menjadi sampel penelitian, ternyata memberikan hasil bahwa sebanyak 45 perusahaan yang membayarkan dividennya secara konsisten selama 5 tahun (2006-2010) termasuk kondisi perusahaan stabil dan 7 perusahaan sisanya masuk dalam kategori *grey area*.

Seperti yang ditampilkan dalam tabel 1 merupakan ringkasan karakteristik dari sampel perusahaan yang dikategorikan dengan *point cut off* Altman Z-Score modifikasi (2,6). Pada perusahaan kategori *grey area* rata-rata mempunyai nilai

karakteristik pembayaran dividen yang lebih rendah daripada perusahaan stabil. Hal ini mungkin disebabkan berdasarkan data pada tabel 2 pada perusahaan *grey area* mempunyai rata-rata *retained earning* yang lebih besar daripada perusahaan stabil, sehingga porsi laba yang digunakan untuk mendanai investasi lebih besar daripada untuk membayar dividen. Pada perusahaan stabil perusahaan yang pertumbuhannya rendah tetapi stabil akan melakukan pembayaran dividen dalam presentase yang cukup besar dari labanya (Wals,2004). Ketika dibandingkan pada *annual sales*, perusahaan *grey area* mempunyai rata-rata yang lebih tinggi daripada perusahaan stabil.

Tabel 1
Karakteristik sampel perusahaan

	Mean	1,1>Z<2,6 (grey)	Z>2,6 9(stabil)
Jumlah perusahaan		7	45
Altman Zscore	6,74	2,04	7,48
Leverage	0,43	0,67	0,40
Dividen Yield	0,07	0,03	0,08
Dividen Payout	0,50	0,36	0,52
Dividen to Equity (%)	17,00	6,00	18,00
Annual Sales (bilion rupiah)	9.557,69	14.128,54	8.846,67
Current Ratio	2,59	1,14	2,82
Return on Equity (ROE)	0,24	0,18	0,24
Retained earnings (In thousand Rupiah)	3.573.394.233,04	4.421.064.472,77	3.441.534.417,97
Total Aset (in thousand Rupiah)	10.147.753.158,66	21.254.130.410,69	8.420.094.475,01
Dividen Change (%)	52,68	31,96	55,9

Sumber : data diolah, lampiran I

Jika dibandingkan dengan perusahaan kategori *grey area*, perusahaan dengan finansial stabil mempunyai karakteristik antara lain: *dividend payout ratio* lebih tinggi, level *financial leverage* yang lebih rendah, meningkatkan *dividend per share* setiap tahunnya dalam periode 5 tahun (2006-2010), mempunyai ROE dan *current ratio* yang lebih tinggi pula. Total aset yang dimiliki oleh perusahaan stabil lebih kecil menunjukkan likuiditasnya juga baik dan menunjukkan hutang bisa tercover oleh total asetnya daripada menggunakan laba untuk *retained earning*, sehingga porsi laba untuk pembagian dividen lebih besar.

Karakteristik pada perusahaan stabil ini mayoritas sama dengan karakteristik pada sampel perusahaan yang digunakan oleh Cohen dan Yagil (2009) dalam penelitiannya membandingkan antara perusahaan stabil dan perusahaan *distress*. Hanya saja dalam penelitian ini dimana dengan konteks Indonesia, didapatkan hasil bahwa perusahaan yang membagikan dividen konsisten dalam periode 5 tahun (200-2010) tidak ada yang mengalami *distress*. Hasil ini memetakan kondisi perusahaan di Indonesia yang membayarkan dividen selama periode pengamatan memang benar dalam kondisi perusahaan sehat atau stabil.

Dilihat dari tabel 1 perusahaan stabil mempunyai *retained earnings* yang lebih

rendah daripada perusahaan *grey area*. Pembayaran dividen akan mempengaruhi besarnya dana yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk melakukan investasi. Pembayaran dividen tinggi akan mengakibatkan *retained earning* yang terdapat di dalam perusahaan lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan yang melakukan pembayaran dividen cukup besar dalam satu periode tertentu akan mengurangi dana yang tersedia untuk investasi dalam periode selanjutnya. Baskin (1989), Allen (1993) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen berpengaruh negatif pada investasi di masa selanjutnya (Kaweny,2007).

Deskripsi Data

Penelitian ini menguji 52 perusahaan di Indonesia yang membagikan dividen konsisten Indonesia selama 5 tahun (2006-2010). Namun berdasarkan hipotesis di awal bahwa penelitian ini hanya akan menguji pembayaran dividen pada perusahaan stabil, maka sebagai pemetaan saja karakteristik perusahaan ditampilkan di dalam tabel 1. Tabel 2 merupakan deskripsi data pada perusahaan stabil yang dijadikan sampel penelitian. Pada variabel *firm size* yang diproses dengan total *annual sales*, sudah mengalami transformasi log natural untuk memberikan nilai karena disesuaikan dengan data pada variabel lainnya.

Tabel 2
Deskripsi Data Kategori Perusahaan Stabil

	PM	DTA	LN_FSS	ZS	DEQ
Mean	0,1162	0,3969	21,7307	7,4757	0,1823
Median	0,0937	0,4005	21,7273	6,2627	0,0680
Maximum	0,5043	0,8940	25,5907	40,7477	7,1435
Minimum	0,0007	0,0711	18,1893	0,9042	0,0017
Std. Dev.	0,0853	0,1764	1,5521	5,5921	0,6335
Skewness	1,3378	0,2588	0,0959	3,2214	8,9876
Kurtosis	5,2293	2,2162	2,5848	17,3174	89,4521
Jarque-Bera	113,7075	8,2702	1,9613	23,1091	73097,5300
Probability	0.000000	0.016001	0.375075	0.000000	0,0000
Sum	26,1484	89,3043	4889,3950	1682,0280	41,0166
Sum Sq. Dev.	1,6297	6,9723	539,5862	700,4954	89,9076
Observations	225	225	225	225	225
Cross sections	45	45	45	45	45

Sumber: Hasil Data Diolah

Seperti yang terlihat dari tabel 2 penelitian ini menguji empat jenis rasio keuangan dan satu model analisis diskriminan Altman Z-Score yang diduga mempengaruhi pembayaran dividen berdasarkan perusahaan yang listed di Bursa Efek Indonesia konsisten membagikan dividen selama lima tahun (2006-2010). Jika dilihat dari nilai *Jarque Bera*, maka dapat disimpulkan bahwa hampir semua data variabel tidak terdistribusi normal. Hanya pada LN_Sales yang terdistribusi normal karena lebih kecil dari nilai chi square kritis untuk df 2 pada α 5% (5,99147). Sedangkan pada variabel *profit margin*, *debt to total assets*, nilai Altman Z-Score, dan *dividend to equity* data tidak terdistribusi

normal karena lebih besar dari nilai *Chi-square* kritis untuk df 2 pada α 5% (5,99147).

Perusahaan di Indonesia yang konsisten membayarkan dividennya selama 5 tahun berturut-turut (2006-2010) termasuk dalam kategori perusahaan stabil dengan rata-rata memiliki porsi membayarkan dividen 18% dari ekuitasnya. Pembayaran dividen tertinggi selama periode tersebut sebesar 714 % dari ekuitasnya yaitu pada PT. International Nickel Indonesia Tbk tahun 2007, sedangkan terendah sebesar 0,17 % dari ekuitas yaitu pada PT. Bakrie Sumatera Plantation Tbk tahun 2010.

Rata-rata Profit Margin yaitu keuntungan yang dihasilkan dari setiap Rp 1,- penjualan di perusahaan yang menjadi sampel

yaitu sebesar Rp 0,116215 atau 11,62% penjualan berkontribusi terhadap perolehan profit perusahaan. Nilai tertinggi profit margin yaitu sebesar Rp 0,504345 yaitu pada PT. International Nickel Indonesia Tbk tahun 2007 dan nilai terendah sebesar Rp 0,000653 yaitu pada PT. Goodyear Indonesia Tbk tahun 2008. Struktur modal perusahaan stabil rata-rata menggunakan 39% hutang sebagai modal dari keseluruhan total aset perusahaan. Jumlah hutang tertinggi sebesar 89% yaitu pada PT. Multi Bintang Indonesia Tbk tahun 2009 dan terendah sebesar 7,1% yaitu pada PT. Mandom Indonesia Tbk tahun 2007.

Kategori perusahaan pada tabel 3 merupakan kategori perusahaan stabil sehingga rata-rata nilai Altman Z-Score tentunya di atas 2,6 yaitu sebesar 7,475680 dengan nilai Z-Score tertinggi sebesar 40,74766 yaitu pada PT. Lion Metal Works Tbk tahun 2009 dan terendah dengan nilai Z-Score 0,90 yaitu pada PT. Unilever Indonesia Tbk tahun 2006 (angka ini merupakan nilai Z-Score dari salah satu perusahaan sampel, namun secara rata-rata nilai Z-Score di atas 2,6). Kemudian rata-rata perusahaan yang membayar dividen konsisten 2006-2010 tersebut memiliki total sales sebesar $\ln=e$ 21,73065 dengan nilai tertinggi sebesar $\ln=e$ 25,59073 yaitu pada PT. Astra International Tbk tahun 2010 dan nilai

terendah sebesar $\ln=e$ 18,18929 yaitu pada PT. Lionmesh Prima Tbk tahun 2006.

Sample penelitian yang digunakan analisis data menjadi berkurang karena mengeliminasi *outlier* sebanyak 4 perusahaan pada perusahaan stabil. Sehingga jumlah observasi penelitian ini akhirnya sebanyak 41 perusahaan.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas mengasumsikan bahwa residual memiliki distribusi normal. Residual pada penelitian ini pada awalnya tidak mengalami distribusi normal. Namun setelah data mengalami transformasi logaritma natural dan eliminasi pada data yang dianggap menjadi *outlier*, residual sudah terdistribusi normal. Hasil uji ini menyimpulkan bahwa data model regresi mempunyai residual berdistribusi normal dimana angka statistik *Jarque-Bera* lebih kecil dari nilai *chi square* kritis untuk df 2 pada α 5% (5,99147) dan nilai probabilitas *Jarque-Bera* $> \alpha$.

Uji multikolinearitas menggunakan uji parsial antar variabel independen. Hasil uji matriks korelasi antar variabel independen pada saat korelasi transformasi variabel antara profit margin, debt to total aset, \ln_sales , dan Z-score menunjukkan hasil tidak mengalami masalah multikolinearitas. Walaupun untuk korelasi variabel yang lain masih terdapat probabilitas yang dibawah α (5%), menurut

Gujarati bukanlah masalah multikolinieritas yang serius.

Uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan Uji Park. Regresi masing-masing log natural variabel bebas dan sudah mengalami transformasi terhadap log natural kuadrat residual menunjukkan bahwa varian residual terbukti konstan (homokedastisitas). Tidak ada satupun log natural variabel bebas yang berpengaruh signifikan (P-Value > $\alpha = 5\%$) terhadap log natural kuadrat residual dari masing-masing regresi variabel bebasnya.

Pada tahap melakukan regresi pada model kategori perusahaan stabil dengan menghilangkan outlier tidak terdapat masalah autokorelasi. Durbin Watson statistik menunjukkan angka sebesar 1.935419. Indikasi adanya autokorelasi memperhitungkan nilai DL, DU, 4-DL, dan 4-DU dengan variabel independen sebanyak 4, dan n sebanyak 205. Jumlah observasi melebihi nilai tabel Durbin watson 200, sehingga menggunakan tabel Durbin Watson lebih dari 200 dengan melakukan interpolasi. Berdasarkan hasil regresi setelah transformasi menunjukkan bahwa model sudah terbebas dari masalah autokorelasi.

Pengujian Model

Uji Hausman (*Hausman Test*) menguji apakah metode estimasi panel yang tepat *fixed*

effect model (FEM) atau *random effect model* (REM). *Chi-square* statistik yang tidak signifikan dibawah $\alpha = 5\%$, menunjukkan bahwa model mengikuti REM. Sehingga metode estimasi regresi menggunakan *random effect model*. Pada Uji Hausman, jika dilihat dari nilai probabilitas χ^2 sebesar 0.3307 yang lebih besar dari $\alpha = 5\%$, maka dapat disimpulkan metode panel dapat menggunakan *random effect*. Kemudian pada pengujian *redundant fixed Effect* probabilitas χ^2 Cross-Section dan Period sebesar yang artinya lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ sehingga metode estimasi regresi tidak dapat menggunakan *fixed effect*.

Koefisien Determinasi (R^2). Pada data perusahaan stabil, data yang sudah mengalami transformasi, *adjusted R²* model sebesar 0.158260. Dari hasil nilai *adjusted R²* tersebut diinterpretasikan bahwa sekitar 15,8% variasi pembayaran dividen dapat dijelaskan oleh profitabilitas (*profit margin*), *financial leverage* (*debt to total assets*), ukuran perusahaan (total sales), dan risiko *distress* (nilai Z-Score) dan sekitar 84,2% variasi pembayaran dividen dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model. Semakin mendekati angka 1, maka semakin baik kecocokan model regresi (*goodness of fit*).

Uji Statistik F. Uji F menguji apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model regresi secara bersama-sama

atau simultan berpengaruh terhadap variabel dependen. Dari hasil regresi diketahui bahwa F hitung sebesar 10.58875. Angka ini lebih besar dari F tabel pada α 5% dengan numerator $k - 1 = 5 - 1 = 4$ dan denominator $n - k = 205 - 5 = 200$ yang sebesar 2,42. Jika dilihat dari p-value F 0,05 sebesar 0.000000 yang berarti lebih kecil dari α 5% juga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh dari semua variabel independen secara bersama-sama terhadap pembayaran dividen.

Pengujian Hipotesis

Uji Statistik t menguji hipotesis mengenai setiap koefisien regresi secara parsial. Hasil regresi di tabel 3 dimana data telah ditransformasi kedalam bentuk log natural menunjukkan bahwa pada model regresi semua variabel independen mempunyai p-value yang signifikan di bawah α 5%.

Pengujian Hipotesis Pertama (H_1). Pada tabel 3 dapat dilihat nilai p-value

sebesar 0,00005 yang berarti signifikan di bawah α 1%. Nilai β menunjukkan nilai positif sebesar 0.326480, sehingga arah koefisien variabel profitabilitas (LNPM) terbukti sesuai dengan arah yang dihipotesiskan yaitu positif. Dengan demikian hasil penelitian mendukung H_1 yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Pengujian Hipotesis Kedua (H_2). Pada tabel 4 dapat dilihat nilai p-value sebesar 0.00515 yang berarti signifikan di bawah α 1%. Nilai β sebesar 0.763058 menunjukkan arah koefisien variabel Leverage (LNDDTA) terbukti sesuai dengan arah yang dihipotesiskan yaitu positif. Dengan demikian hasil penelitian ini mendukung H_2 yang menyatakan bahwa *financial leverage* yang diprosikan oleh *debt to total assets* berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Tabel 3
Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipo-tesis	Variabel	Simbol	Pre-diksi	Koefisien	t-hitung	P-Value	Simpulan
H_1	Profitabilitas	LNPM	(+)	0.326	4.139	0.00005	Didukung
H_2	Leverage	LNDDTA	(+)	0.763	2.591	0.00515	Didukung
H_3	Ukuran Perusahaan	LNDFSS	(+)	0.166	2.273	0.01205	Didukung
H_4	Risiko Distress	LNZS	(+)	0.572	2.794	0.00285	Didukung

Sumber : Data Diolah

PEMBAHASAN

Profitabilitas dan Kebijakan Dividen

Dari hasil ringkasan pengujian hipotesis pada tabel 3, hipotesis pertama terdukung bahwa variabel profitabilitas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Hal tersebut sesuai dengan pandangan Weston dan Copeland (1992) menunjukkan bahwa *earnings change* berpengaruh positif pada *dividend payout ratio*. Pada perusahaan stabil, laba perusahaan yang diprosikan oleh profit margin mempunyai pengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Perusahaan yang pendapatannya stabil, dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham lebih besar dibanding dengan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil. Perusahaan yang pendapatannya stabil tidak perlu menyediakan kas yang banyak untuk berjaga-jaga, sedangkan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil harus menyediakan uang kas yang cukup besar untuk berjaga-jaga.

Hasil pengaruh positif pada hasil penelitian dapat dijelaskan juga berdasarkan pandangan Brigham and Houston (2001) dalam Sukoco 2006 bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan hutang relatif kecil dan perusahaan yang memiliki operasi stabil dapat merencanakan dividennya dengan derajat keyakinan cukup tinggi. Oleh karena

itu memungkinkan pendanaan perusahaan secara internal dengan *retained earnings*. Sehingga penggunaan profit sebagai *retained earnings* akan mempengaruhi proporsi dari laba perusahaan untuk dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen.

Hasil penelitian ini juga sekaligus mendukung hasil penelitian Puspita (2009) yang menunjukkan pengaruh positif variabel *Return On Asset* (ROA) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Kemudian penelitian Cohen dan Yagil (2009) juga menunjukkan pada perusahaan stabil mempunyai profitabilitas dengan proksi *profit margin* berhubungan positif dengan pembayaran dividen. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi, akan memiliki pembayaran dividen yang tinggi pula.

Financial Leverage dan Kebijakan Dividen

Dari hasil ringkasan pengujian hipotesis pada tabel 3, hipotesis kedua terdukung bahwa variabel *financial leverage* berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Pada penelitian ini pengukuran *financial leverage* menggunakan proksi rasio *debt to total assets*. Pada perusahaan stabil berdasarkan data pada tabel 1 mempunyai *financial leverage* lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dalam grey area, sehingga perusahaan ini masih fleksibel untuk

meningkatkan pembayaran dividen dengan meningkatkan hutang. Hal tersebut tidak menjadi masalah karena rasio current *assets* pada perusahaan stabil yang lebih tinggi daripada perusahaan *grey area* artinya lebih mampu dalam membayar hutang lancarnya dengan current asetnya. Menurut Brigham dan Houston (2006) semakin tinggi rasio pembayaran dividen, maka semakin besar ekuitas eksternal yang dibutuhkan.

Dengan demikian ketika total aset berkurang karena *current asset* dipakai untuk membayar hutang dan juga kemungkinan digunakan sebagai penambahan dana aktivitas investasi, maka akan membuat rasio DTA meningkat. Sesuai dengan *Pecking Order Theory* bahwa dalam hal pendanaan diutamakan pertama adalah berasal dari laba ditahan, kemudian hutang. Ketika hutang tidak ditingkatkan untuk membiayai reinvestasi perusahaan, maka hanya mengandalkan pada *internal financing* yaitu dari laba ditahan. Dengan demikian akan membutuhkan lebih banyak porsi dari profitabilitas untuk dipakai sebagai *retained earning* yang menyebabkan porsi untuk dibagikan kepada pemegang saham semakin kecil.

Hasil ini mendukung penelitian Risaptoko (2007) yang menunjukkan variabel DTA berpengaruh positif terhadap DPR. Hal ini mengindikasikan bahwa dengan hutang

yang besar dapat menambah modal perusahaan dan dengan modal yang besar membuat perusahaan lebih leluasa dalam menempatkan dananya kedalam proyek-proyek investasi yang menguntungkan. Selain itu dengan modal yang besar maka kemungkinan untuk memperoleh keuntungan juga besar dan dapat meningkatkan DPR .

Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Cohen dan Yagil (2009) menunjukkan pada perusahaan stabil, *financial leverage* dengan memakai variabel DTA berhubungan positif dengan pembayaran dividen. Mendukung juga hasil penelitian Kusuma (2010) yang menunjukkan hutang berpengaruh positif terhadap cash *dividen* di BEI. Berdasarkan hasil ini, semakin tinggi penggunaan *financial leverage*, maka semakin tinggi pembayaran dividennya. Kemudian juga mendukung hasil penerimaan hipotesis Chang dan Rhee (1980) yaitu hubungan antara dividen dan hutang perusahaan positif, dimana dijelaskan dari adanya penggunaan kas untuk pembayaran dividen sehingga jumlah hutang meningkat.

Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) dan Kebijakan Dividen

Dari hasil ringkasan pengujian hipotesisi pada tabel 3, hipotesis ketiga terdukung bahwa variabel *firm size* yang diprosikan dengan total penjualan tahunan

berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Pada hasil pengujian hipotesis koefisien variabel bertanda positif sesuai dengan prediksi atau hipotesis awal bahwa semakin besar *firm size* atau ukuran suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula dividen yang dibagikan. Tanda positif pada *firm size* berarti bahwa perusahaan berusaha meningkatkan assetnya melalui penjualan yang akan berpengaruh terhadap ukuran perusahaan. Hal ini disebabkan dengan semakin tingginya tingkat penjualan maka diharapkan akan banyak dana yang masuk sehingga pembayaran dividen akan lebih besar pula.

Hasil ini juga menginterpretasikan bahwa besarnya perusahaan berperan dalam besarnya rasio pembayaran dividen. Mendukung teori Wals (2004) bahwa perusahaan yang besar cenderung mempunyai akses yang lebih mudah dalam pasar modal, sehingga perusahaan dapat membayarkan dividen yang lebih besar dengan mengurangi ketergantungan pada pendanaan internal. Hasil dari penelitian ini mendukung hasil penelitian dari Crutchley dan Hansen (1989), dalam Asnawi dan Wijaya, (2005) bahwa perusahaan semakin besar, akan memiliki likuiditas lebih besar, *floatation cost* yang semakin rendah, serta *debt agency cost* (biaya kebangkrutan) yang semakin kecil, maka memiliki dampak positif pada dividen. Selain

itu juga mendukung hasil penelitian Chang dan Rhee (1990) dalam Puspita (2009) yang menunjukkan bahwa *firm size* memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap *dividend payout ratio* (DPR) serta pernyataan Cleary (1999) dalam Risaptoko (2007) bahwa antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan yang positif.

Potensi Risiko Kebangkrutan (*Distress*) dan Kebijakan Dividen

Dari hasil ringkasan pengujian hipotesis pada tabel 3, hipotesis keempat terdukung bahwa variabel potensi *risiko distress* yang diprosikan dengan nilai Altman Z Score berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Hasil ini menginterpretasikan bahwa semakin tinggi angka Altman Z-score, maka semakin dapat perusahaan membayarkan dividennya. Hal tersebut dapat dijelaskan bahwa semakin tinggi nilai Z-Score, maka risiko *distress* semakin kecil serta semakin stabil perusahaan membayar dividen. Sesuai dengan pengertian *financial distress yang* berarti kesulitan dana untuk menutup kewajiban perusahaan, maka kesulitan likuiditas yang diawali dengan kesulitan ringan sampai pada kesulitan yang lebih serius, yaitu jika hutang lebih besar dibandingkan dengan aset berdampak pada pembayaran dividen.

Ketika perusahaan menahan labanya dalam bentuk *retained earnings* maka kemampuan pembentukan dana internalnya akan semakin besar yang dapat digunakan untuk membiayai aktivitas perusahaan sehingga mengurangi ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal dan sekaligus akan memperkecil risiko perusahaan akan terjadinya *financial distress*. Berkaitan dengan pendapatan investor di masa mendatang, dalam perhitungan Altman Z-Score mempertimbangkan seberapa besar proporsi *retained earning* dari keseluruhan aset perusahaan meningkat dengan adanya investasi baru.

Besarnya laba ditahan yang akan mempengaruhi pembayaran dividen tergantung dari investasi baru yang dijalankan oleh perusahaan apakah mempunyai risiko yang tinggi atau rendah. Hal tersebut sesuai dengan teori Modigliani dan Miller (1961) bahwa tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki risiko yang sama, dimana pembayaran dividen akhirnya ditentukan oleh tingkat risiko investasi baru. Sehingga ketika perusahaan memiliki risiko *distress*, maka besar kecilnya pembayaran dividen kepada investor menjadi terpengaruh karena investasi baru mungkin akan digunakan untuk restrukturisasi dan bukan untuk pembayaran

dividen. Oleh karena itu, tingkat risiko yang lebih tinggi akan menghasilkan pembayaran dividen yang rendah.

SIMPULAN, KETERBATANAN DAN SARAN

Simpulan

Hasil penelitian ini menyimpulkan beberapa dukungan empiris. Pertama, perusahaan di Indonesia *go public* di Bursa Efek Indonesia yang konsisten membayarkan dividen tahun 2006-2010, merupakan perusahaan sehat atau stabil dengan memakai model Altman Z-Score modifikasi sebagai *point cut off* antara perusahaan *distress* dan perusahaan stabil.

Kedua, hipotesis pertama yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan stabil terdukung. Hasil ini menjelaskan bahwa ketika profitabilitas perusahaan stabil meningkat, dengan penggunaan rata-rata *leverage* yang rendah, maka laba tidak tergerus oleh pembayaran bunga pinjaman dan turut meningkatkan pembayaran dividen.

Ketiga, hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *financial leverage* berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen terdukung. Hasil ini menginterpretasikan dengan perusahaan meningkatkan hutang, maka akan mengurangi

porsi laba sebagai *retained earning* untuk membiayai investasi baru, sehingga porsi pembayaran dividen dapat ditingkatkan.

Keempat, hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh positif pada pembayaran dividen perusahaan stabil terdukung. Hasil ini menginterpretasikan bahwa ukuran perusahaan stabil yang membayarkan dividen diproksikan dengan total penjualan tahunan, jika semakin besar ekspansi penjualannya, maka semakin dapat pula melakukan pembayaran dividen yang tinggi.

Kelima, hipotesis keempat yang menyatakan bahwa risiko *distress* berpengaruh positif pada pembayaran dividen perusahaan stabil terdukung. Hasil ini menginterpretasikan bahwa semakin tinggi nilai Altman Z-Score perusahaan, maka perusahaan semakin stabil. Ketika perusahaan semakin stabil, maka risiko *distress* semakin kecil sekaligus meminimalisir biaya kebangkrutan, sehingga perusahaan dapat meningkatkan porsi labanya untuk pembayaran dividen.

Keterbatasan Penelitian

Pertama, penelitian ini menggunakan periode penelitian selama 5 tahun, yaitu tahun 2006–2010 dengan situasi ekonomi pada tahun 2007 dan 2008 yang mengalami krisis global, sehingga penelitian selanjutnya

disarankan untuk menggunakan periode penelitian lain dengan situasi ekonomi yang berbeda. Kedua, hanya terbatas menguji empat factor (*profitabilitas, financial leverage, firm size, risiko distress*) yang mempengaruhi pembayaran dividen perusahaan stabil. Ketiga, hanya menggunakan satu proksi pada setiap variabel rasio keuangan, yaitu *profit margin* mewakili profitabilitas, *debt to total assets* mewakili *financial leverage*, dan penjualan mewakili *firm size*.

Saran dan Implikasi Penelitian ke Depan

Pertama, bagi penelitian berikutnya, dalam penelitian selanjutnya perlu menambah faktor-faktor lainnya yang mempengaruhi pembayaran dividen agar mendapatkan hasil analisis lebih luas mengenai pembayaran dividen pada perusahaan stabil. Faktor-faktor tersebut antara lain berkaitan dengan perspektif *agency theory* yang berhubungan dengan struktur kepemilikan perusahaan (*insider ownership, institutional ownership, public ownership*), arus kas dan likuiditas perusahaan (*free cash flow, cash position, cash ratio*), dan pertumbuhan perusahaan. Pentingnya mempergunakan beberapa proksi dalam setiap variabel rasio keuangan yang dipakai agar penelitian tentang kebijakan dividen dapat memberikan hasil yang lebih baik. Setiap perbedaan penggunaan proksi

diduga akan memberikan pengaruh yang berbeda dalam analisis hasil penelitian walaupun masih masuk dalam jenis pengukuran rasio yang sama.

Kedua, bagi Manajemen Perusahaan, dengan adanya pengaruh positif signifikan pada keempat variabel yaitu *profit margin*, *debt to total asset*, *firm size*, dan risiko *distress*, maka bagi perusahaan diharapkan lebih dapat memperhatikan faktor tersebut karena dengan adanya pengaruh penjualan pada dividen, maka perusahaan diharapkan dapat melakukan ekspansi untuk meningkatkan profitabilitas. Kemudian dengan adanya risiko *distress* maka perusahaan diharapkan dapat memberi *return* sesuai dengan tingkat risiko yang dihadapi perusahaan tersebut, dengan adanya hutang maka diharapkan perusahaan dapat meningkatkan penghematan pajak dan melakukan *debt financing* sesuai sasaran struktur modal yang optimal.

Ketiga, bagi pihak investor, penelitian ini memberikan informasi bahwa perusahaan yang membagikan dividen di Indonesia dilihat dari potensi kebangkrutan Altman Z-Score, merupakan perusahaan yang sehat dan stabil finansial perusahaannya. Selain itu, investor perlu mempertimbangkan seperti profitabilitas yang bisa dilihat dari rasio profit margin, *financial leverage* pada rasio *debt to total asset*, dan *firm size* pada *annual sales*,

sehingga setidaknya dapat memprospek *cash dividend* yang akan diterima. investor yang tidak menyukai risiko bisa lebih mengharapkan dividen dari hasil kinerja keuangan perusahaan yang lebih stabil daripada *capital gain* yang kurang pasti.

REFRENSI

- Brigham dan Houston. (2006). *Dasar - Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat.
- Candrawati, A. 2008. "Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi keberhasilan Turnover Pada Perusahaan yang Mengalami Financial Distress (Studi Pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000-2005)". *Tesis*. Program Pasca sarjana. Universitas Diponegoro.
- Cohen.G and Yagil,Y. 2009."Why do Financially Distressed Firms Pay Dividends?" *Applied Economic Letters*, 16,1201-1204.
- Cohen, G.dan Yagil, Y. "Corporate Financial Policies: A International Survey". School of Management, Haifa University
- Gujarati, Damodar N., 2010. *Basic Econometrics*. United States: GrawHill
- Kaweny, S. P. 2007. "Studi Keterkaitan Antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order (Studi Kasus: Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar dan Listed di Bursa Efek Jakarta periode 2004-

- 2005)". *Tesis*. Program Pasca sarjana Universitas Diponegoro.
- Asnawi, S. K. dan Wijaya, Ch. 2005. *Riset Keuangan: Pengujian-Pengujian Empiris*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Kusuma, D. P. 2010."Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Pertumbuhan, Risiko, Hutang, Likuiditas, dan *Size* Terhadap Dividend Yield".*Tesis*. Program Pasca Sarjana Universitas Atma Jaya Yogyakarta.
- Puspita, F. 2009."Analisis Faktor-Fator yang Mempengaruhi Kebijakan *Dividend Payout Ratio* (Studi Kasus Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2007)".*Tesis*. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Risaptoko,A.B.R. 2007." Analisis Pengaruh *Cash Ratio, Debt to Total Assets, Aset Growth, Firm Size, dan Return on Assets* Terhadap *Dividen Payout Ratio* (Studi Komparatif pada Perusahaan Listed di BEJ yang Sahamnya Ikut Dimiliki Manajemen dan yang Sahamnya Tidak Dimiliki Manajemen Periode Tahun 2002-2005)". *Tesis*. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.
- Wals, C.2004. *Key Management Ratios: Rasio-Rasio Manajemen Penting, Penggerak, dan Pengendali Bisnis*. Jakarta: Erlangga.
- Weston, J.F dan Copeland, T.E.. 1992. *Managerial Finance*. Eight Edition. Dryden Wild, John J.Subramanyam.