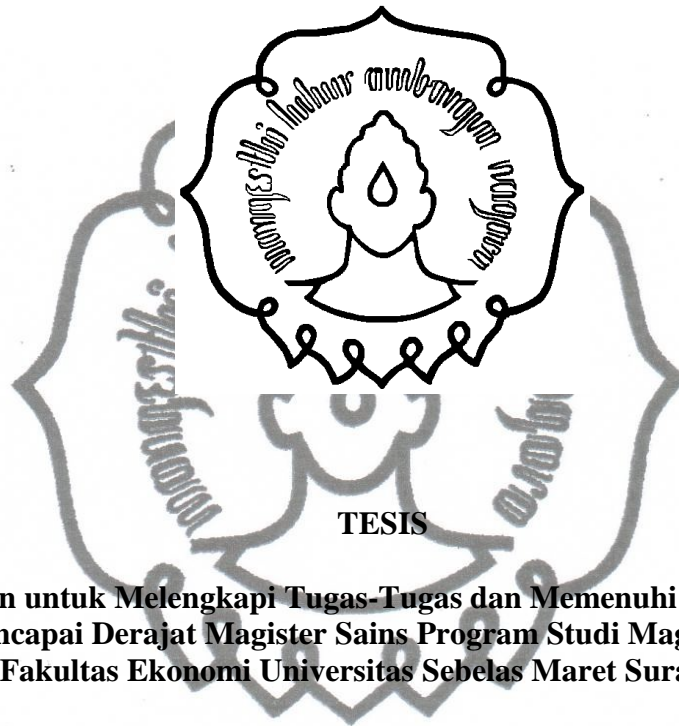


**PENGARUH *AGENCY COST*, *FIRM SIZE*, DAN *PROFITABILITY*
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
DENGAN LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI**



**Diajukan untuk Melengkapi Tugas-Tugas dan Memenuhi Syarat-Syarat
Guna Mencapai Derajat Magister Sains Program Studi Magister Akuntansi
Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta**

**Oleh:
IKA FARIDA ULFAH
NIM: S4309024**

**PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SEBELAS MARET
SURAKARTA**

2011

commit to user

**PENGARUH AGENCY COST, FIRM SIZE, DAN PROFITABILITY
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
DENGAN LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI**


Disusun Oleh:

IKA FARIDA ULFAH
NIM: S4309024

Telah disetujui Pembimbing

Pada tanggal :

Pembimbing I



Dr. Bandi, M.Si., Ak.
NIP. 196411201991031002

Pembimbing II



Anas Wahana, SE., M.Si., Ak.
NIP. 197302152000121001

Mengetahui:

Ketua Program Studi Magister Akuntansi



Dr. Payanta, M.Si., Ak, CPA.
NIP. 196609251992031002

**PENGARUH *AGENCY COST*, *FIRM SIZE*, DAN *PROFITABILITY*
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
DENGAN LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

Disusun Oleh:

IKA FARIDA ULFAH
NIM: S4309024

Telah disetujui Tim Penguji
Pada tanggal,

Ketua : Drs. Djoko Suhardjanto, M.Com(Hons)., Ph.D., Ak.

Sekretaris: Drs. Hasan Fauzi, MBA., Ph.D., Ak.

Anggota : Dr. Bandi, Msi., Ak.

Anas Wibawa, S.E., M.Si., Ak.

Mengetahui:

Direktur PPs UNS

Ketua Program Studi Magister Akuntansi

Prof. Dr. Ir. Ahmad Yunus, M.S
NIP. 196107171986011001
DIREKTUR

Dr. Payamta, M.Si., Ak, CPA.
NIP. 196609251992031002

PERNYATAAN

Nama : Ika Farida Ulfah
NIM : S4309024
Program Studi : Magister Akuntansi
Konsentrasi : Akuntansi Keuangan

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis berjudul "PENGARUH *AGENCY COST*, *FIRM SIZE*, DAN *PROFITABILITY* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI" adalah betul-betul karya saya sendiri. Hal-hal yang bukan karya saya, dalam tesis ini diberi tanda *citasi* dan ditunjukkan dalam daftar pustaka.

Apabila di kemudian hari terbukti pernyataan saya tidak benar, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan tesis dan gelar yang saya peroleh atas tesis tersebut.

Surakarta, November 2011

Yang menyatakan,



IKA FARIDA ULFAH

KATA PENGANTAR

Bismillaahirrohmaanirrohim.

Assalaamu'alaikum wr.wb.

Syukur alhamdulillah, segala puji dan syukur kehadirat Allah SWT, karena berkat rahmat dan Ridho-Nya maka penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Tesis dengan judul "Pengaruh *Agency Cost*, *Firm Size*, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi" ini disusun untuk memenuhi persyaratan mencapai derajat Magister Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

Dalam penyusunan tesis ini, penulis tidak terlepas dari hambatan dan tantangan. Namun demikian, berkat bimbingan, bantuan, dorongan, dan dukungan dari berbagai pihak, penulis akhirnya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulis secara khusus mengucapkan terimakasih yang tidak terhingga kepada **Bapak Dr. Bandi, M.Si., Ak., dan Bapak Anas Wibawa, S.E., M.Si., Ak.,** selaku dosen pembimbing yang telah banyak memberikan waktu dan pemikirannya dalam penyusunan tesis ini. Tanpa kesabaran dan arahan beliau berdua selama proses pembimbingan, niscaya penulis tidak akan mampu menyusun dan menyelesaikan tesis ini dengan baik.

Selain itu, penulis juga menyampaikan penghargaan dan terimakasih sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Ravik Karsidi, M.S., selaku Rektor Universitas Sebelas Maret Surakarta.
2. Bapak Prof. Dr. Ir. Ahmad Yunus, M.S., selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Sebelas Maret Surakarta.

3. Bapak Dr. Wisnu Untoro, M.S., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
4. Bapak Dr. Payamta, M.Si., Ak., CPA., selaku Ketua Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
5. Suamiku Tersayang, Didik Nurcahyono, S.T., yang selalu menemaniku dalam keadaan apapun, selalu memberikan kasih sayang dan kepercayaan lebih, selalu memberikan support dan kebahagiaan. Semoga program kita selanjutnya senantiasa diberkahi Allah SWT amin.
6. Ayahanda dan Ibunda tercinta, Bapak Fakhri, S.Pd, dan Ibu Sujarmi yang tiada henti-hentinya selalu memberikan limpahan kasih sayang, doa, kekuatan, dan nasehat yang tulus kepada penulis agar semangat dalam menyelesaikan tesis ini. Bapak dan Ibu Sunarto yang selalu membantu dan mendo'akan dengan tulus, terima kasih atas pengertiannya selama ini.
7. Kakak, kakak ipar, dan adikku tersayang, Mas Im, Mi Lilis, Tante Kuku, serta semua keponakanku yang manis-manis atas segala hal yang memotivasi penulis agar selalu semangat tanpa ada kata putus asa dan menyerah.
8. Semua teman-teman MA Ma'arif Balong atas kerjasamanya dan atas pengertiannya selama ini.
9. Seluruh kru Banyu Biru Group terimakasih atas kerjasama yang terjalin semoga semakin sukses.
10. Seluruh Dosen beserta staf administrasi di Program Studi Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta yang telah banyak memberikan bimbingan keilmuan, khususnya dalam disiplin Ilmu Akuntansi dan membantu penulis dalam penyusunan tesis ini.

11. Seluruh teman-teman MAKSI, terimakasih atas segala kasih sayang yang bermuara dalam hangatnya persahabatan. Semoga kita tetap dapat menjalin komunikasi dan silaturahmi dengan baik. Akan selalu kurindukan kenangan manis dan kebersamaan kita yang telah terukir indah di hati.

12. Untuk semua pihak yang telah membantu penulis baik secara langsung maupun tidak langsung, namun tidak dapat disebutkan satu per satu, penulis ucapkan banyak terimakasih.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan tesis ini masih banyak kekurangan dan masih jauh dari sempurna, oleh karenanya penulis mengharapkan saran dan kritik yang membangun demi penyempurnaan tesis ini.

Akhir kata, penulis berharap semoga tesis ini dapat memberikan manfaat bagi pembaca dan pihak-pihak yang berkepentingan.

Wassalaamu'alaikum wr.wb

Surakarta, November 2011

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN	iv
HALAMAN PERSEMBAHAN	v
HALAMAN MOTTO	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
ABSTRAK	xvi
ABSTRACT	xvii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Penelitian	1
1.2. Rumusan Masalah	7
1.3. Tujuan Penelitian	8
1.4. Manfaat Penelitian	8
BAB II LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS	9
2.1. <i>Agency Theory</i>	9
2.2. Kebijakan Dividen	14

2.3. <i>Firm Size</i>	18
2.4. Profitabilitas	20
2.5. Likuiditas	24
2.6. Pengembangan Hipotesis	29
2.7. Kerangka Pemikiran.....	35
BAB III METODE PENELITIAN	38
3.1. Jenis dan Teknik Pengumpulan Data	38
3.2. Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel	38
3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian	39
3.4. Analisis Data	41
BAB IV HASIL PENELITIAN	47
4.1. Analisis Data	47
4.2. Deskriptif Data	48
4.3. Pengujian Data dan Asumsi Klasik	49
4.4. Pengujian Hipotesis	54
4.5. Pembahasan	57
BAB V PENUTUP	61
5.1. Kesimpulan	61
5.2. Keterbatasan	62
5.3. Implikasi	62
DAFTAR PUSTAKA	64
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 4. 1 Sampel Penelitian	48
Tabel 4. 2 Statistik Deskriptif	48
Tabel 4. 3 Hasil Uji Normalitas	50
Tabel 4. 4 Hasil Uji Multikolinearitas	51
Tabel 4. 5 Hasil Uji Autokorelasi	51
Tabel 4. 6 Hasil Uji Heteroskedastisitas	52
Tabel 4. 7 Koefisien Determinasi	53
Tabel 4. 8 Hasil Uji F.....	53
Tabel 4. 9 Hasil Uji Model 1	54
Tabel 4. 10 Hasil Uji Model 2	55
Tabel 4. 11 Hasil Uji Model 3	56
Tabel 4. 12 Hasil Uji Model 4	57

DAFTAR GAMBAR

Halaman

Gambar 2. 1 Kerangka Teoritis.....	35
------------------------------------	----



DAFTAR LAMPIRAN

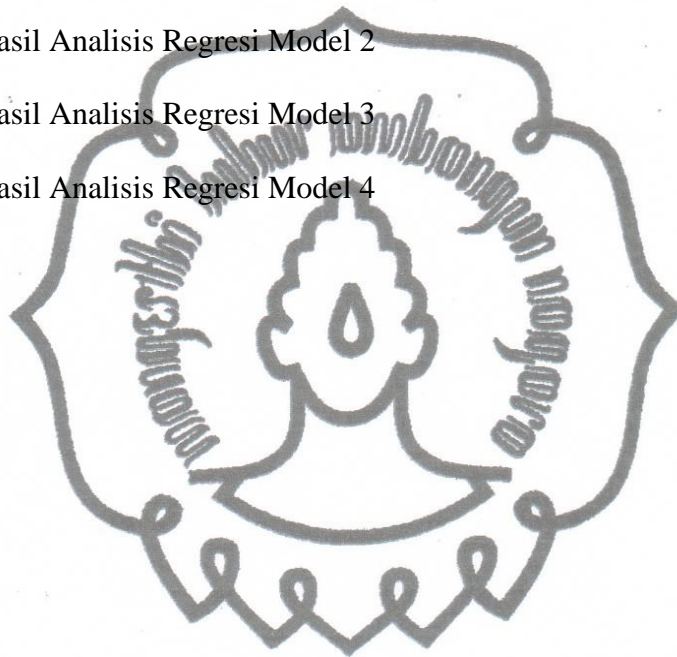
Lampiran 1 Daftar Perusahaan Sampel

Lampiran 2 Hasil Analisis Regresi Model 1

Lampiran 3 Hasil Analisis Regresi Model 2

Lampiran 4 Hasil Analisis Regresi Model 3

Lampiran 5 Hasil Analisis Regresi Model 4





ABSTRAK

**PENGARUH *AGENCY COST*, *FIRM SIZE*, DAN *PROFITABILITY*
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
DENGAN LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

Oleh:
Ika Farida Ulfah
S4309024

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *agency cost*, *firm size*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi. Kebijakan dividen diproksi dengan *dividend payout ratio* (DPR), *Agency cost* diproksikan dengan kepemilikan manajerial (MAN), sedangkan *firm size* diproksi dengan *Ln net total assets*. Untuk variabel profitabilitas dengan *return on assets* (ROA), dan untuk likuiditas menggunakan *current ratio*. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan akses melalui www.idx.co.id. Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI yang diambil melalui teknik *purposive sampling* dan diperoleh sampel sebanyak 112 perusahaan.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, hasil menunjukkan bahwa *agency cost* (MAN) dan *firm size* (CR) berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Likuiditas yang digunakan sebagai variabel moderasi dalam penelitian ini terbukti tidak memoderasi hubungan antara *agency cost*, *firm size*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini likuiditas bukan sebagai variabel moderasi yang dapat memperlemah atau memperkuat hubungan.

Kata Kunci : kebijakan dividen, *agency cost*, *firm size*, profitabilitas, likuiditas

Ketersediaan Data : ICMD, www.idx.co.id

ABSTRACT

**PENGARUH AGENCY COST, FIRM SIZE, DAN PROFITABILITY
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
DENGAN LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

Ika Farida Ulfah

S4309024

This study aims to observe the influence of agency cost, firm size, and profitability toward the dividend policy with the liquidity as the moderating variable. The dividend policy is proxied with dividend payout ratio (DPR), the agency cost is proxied with managerial ownership (MAN) while the firm size is proxied with Ln net total assets. The profitability is proxied with return on assets (ROA) and for the liquidity uses current ratio. This research uses secondary data that are obtained from Indonesian Capital Market Directory (ICMD) and accessed from www.idx.co.id. The sample consist of the companies that are registered in BEI that is taken through purposive sampling technique and obtained 112 companies samples.

Based on the analysis, the result shows that agency cost (MAN) and firm size (CR) have the influence to the dividend policy, meanwhile profitability (ROA) have not an influence to the dividend policy. The liquidity that is used as the moderation variable in this research is proved not to moderate the relation between agency cost, firm size, and the profitability to dividend policy. According to the result is concluded that in this research the liquidity is not as the moderation variable that can be weakened or strengthened the relationship.

Keywords : dividend policy, agency cost, firm size, profitability, liquidity.

Data Availability : ICMD, www.idx.co.id.

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Dalam perusahaan, manajemen keuangan merupakan salah satu fungsi stratejik yang berkaitan dengan pengelolaan keuangan. Pengelolaan ini ditujukan untuk menghasilkan keuntungan dan untuk meningkatkan nilai perusahaan, sehingga manajer keuangan berusaha mengelola aset finansial perusahaan dengan menitikberatkan pada tiga keputusan yaitu keputusan finansial, keputusan investasi, dan kebijakan dividen (Nuringsih, 2005).

Kebijakan dividen menjadi perhatian banyak pihak seperti pemegang saham, kreditor, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan perusahaan. Melalui kebijakan ini perusahaan memberikan sebagian dari keuntungan bersih perusahaan kepada pemegang saham secara tunai (Brigham & Houston, 2001). Kebijakan dividen dianggap sebagai salah satu hal yang sulit dalam pengambilan keputusan perusahaan (Kouki, 2009). Manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi dividennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Jika perusahaan memilih untuk membagikan laba dalam bentuk dividen yang lebih besar, maka jumlah laba ditahan akan semakin kecil sehingga mengurangi total sumber dana internal (Djumahir, 2009). Dalam keputusan pembagian dividen perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan, sehingga perusahaan harus berhati-hati dalam menetapkan

commit to user

kebijakan dividen karena masing-masing alternatif keputusan memiliki risiko yang akan ditindaklanjuti oleh pihak eksternal.

Sejalan dengan hal tersebut, Bhattacharya (2007) menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan suatu tantangan bagi para ahli ekonomi keuangan karena dianggap sebagai sesuatu yang sulit untuk dipecahkan. Saxena (1999) mengemukakan bahwa isu berkaitan dengan dividen sangat penting untuk diperhatikan dengan berbagai alasan antara lain: pertama, perusahaan menggunakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur permodalan perusahaan sehingga faktor yang berkaitan dengan kebijakan dividen ini perlu untuk diteliti.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Al-Malkawi (2008) yang meneliti mengenai faktor potensial yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada *developing capital market* khususnya Jordan. Dalam literturnya peneliti sebelumnya seperti glen *et al.* (1995) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* di negara berkembang hanya 2/3 dari negara maju. Ramcharran (2001) juga melakukan penelitian terhadap faktor yang mempengaruhi *dividen payout ratio*, hasil menyatakan bahwa secara umum *dividend payout ratio* untuk Negara berkembang sebanding dengan negara maju. Penelitian-penelitian tersebut memotivasi untuk melakukan penelitian serupa khususnya di Jordan sebagai pasar modal yang masih berkembang. Hasil dari penelitian Al-Malkawi menyatakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen di pasar saham negara maju berlaku juga untuk pasar negara berkembang. Berdasarkan penelitian tersebut, penulis ingin melakukan pengujian serupa terhadap kebijakan dividen pada seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI. Hal tersebut

dikarenakan pasar modal Indonesia juga pada posisi masih berkembang, sehingga diharapkan akan didapat temuan-temuan baru berkaitan dengan kebijakan dividen di Indonesia.

Al-Malkawi (2008) melakukan penelitian pada perusahaan publik di Amman Stock Exchange (ASE) Jordan sebagai *developing capital market*, dengan sampel sebanyak 1137 perusahaan. Dalam penelitiannya, Al-Malkawi menggunakan variabel *agency costs*, *size*, profitabilitas, *financial leverage*, pertumbuhan, dan kesempatan investasi untuk mengetahui pengaruhnya terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen di pasar modal Negara maju juga berlaku pada Negara berkembang, misalnya variabel *growth*, kesempatan investasi, *size*, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, dan *financial leverage* berpengaruh negatif. Variabel *insider* yang dimaksudkan untuk menguji *agency cost* ditemukan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan yang lebih besar, lebih *profitable*, dan *mature* dengan beberapa peluang investasi akan membayar dividen yang besar pula.

Al-Makawi (2008) melakukan penelitian terhadap faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu meneliti pengaruh variabel independen terhadap dependen tanpa memerhatikan variabel lain yang mungkin dapat memengaruhi hasil penelitian, sehingga pengaruh masing-masing variabel terhadap kebijakan dividen kurang mendetail. Misalnya dengan menggunakan variabel moderasi yang dapat memperkuat maupun memperlemah hubungan antara variabel independen terhadap dependen. Penelitian terhadap faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dengan menggunakan variabel moderasi belum banyak dilakukan di Indonesia. Variabel moderasi merupakan

variabel yang dapat memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel independen terhadap dependen (Gozhali, 2006).

Suharli (2007) telah membuktikan secara empiris dalam penelitiannya yang menguji pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen dengan menggunakan likuiditas sebagai variabel moderasi. Penelitian dilakukan pada seluruh perusahaan publik yang listing di BEJ pada tahun 2002-2003. Dalam penelitiannya Suharli (2007) menggunakan ROI sebagai proksi dari profitabilitas, *fixed asset* sebagai proksi dari kesempatan investasi, dan *current ratio* sebagai proksi dari likuiditas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* dan diperkuat oleh likuiditas. Pada perusahaan dengan tingkat profit yang tinggi ditambah dengan likuiditas yang baik maka akan membagikan dividen dalam jumlah yang besar. Hal tersebut dikarenakan hanya perusahaan yang membukukan profit dengan likuiditas yang baik saja yang akan dapat membagikan dividen, sedangkan pada perusahaan yang kurang/tidak likuid maka sumber dana yang ada akan digunakan untuk melunasi kewajiban-kewajibannya. Dengan adanya variabel moderasi, pengaruh masing-masing variabel terhadap kebijakan dividen tersebut dapat dijelaskan dengan lebih mendetail dan kemungkinan dapat memperkecil gap hasil penelitian yang ada dengan memberikan bukti penelitian yang lebih komprehensif.

Penelitian ini mengembangkan tiga variabel independen yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Pemilihan variabel-variabel tersebut berdasarkan beberapa penelitian yang telah dilakukan, antara lain oleh Rozeff (1982); Mollah *et al.* (2000) Al-Makawi (2008); Hatta (2002); yang melakukan penelitian terhadap pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan DPR. Hasil menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan

dividen. Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial tinggi, perusahaan membagikan dividen dalam jumlah yang kecil karena bagian laba lebih banyak dialokasikan pada *retained earnings*.

Ukuran perusahaan (*firm size*) juga digunakan sebagai variabel dalam penelitian ini. Penelitian yang menguji pengaruh *firm size* terhadap kebijakan dividen antara lain dilakukan oleh Chang & Rhee (1990); Ooi (2001); Al-Makawi (2008); Nuringsih (2005). Hasil dari penelitian tersebut menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pada perusahaan dengan aset yang besar akan memiliki kemudahan untuk masuk pada pasar modal, sehingga kebutuhan dananya akan dengan mudah terpenuhi. Untuk menjaga reputasi maka perusahaan akan membagikan dividen dalam jumlah yang besar pula.

Profitabilitas merupakan hal yang penting untuk diperhatikan berkaitan dengan kebijakan dividen (Parthington, 1989). Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Dividen merupakan bagian dari laba bersih perusahaan, sehingga dividen akan dibagikan jika perusahaan mengalami laba. Penelitian yang menguji pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen antara lain oleh Ooi (2000); Al-Makawi (2008); Puspita (2009). Hasil menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sehingga semakin besar laba perusahaan maka semakin besar pula dividen yang akan dibagikan.

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk melunasi hutang-hutangnya dan mendanai operasional usahanya (Suharli, 2007). Sehingga hanya pada perusahaan dalam kondisi likuid saja yang akan membagikan dividen. Penelitian yang menguji pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen antara lain oleh Parthington

(1989); Gupta & Banga(2010); Suharli (2007). Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Likuiditas dalam penelitian ini digunakan sebagai variabel moderasi. Suharli (2007) telah membuktikan secara empiris dengan menggunakan likuiditas sebagai variabel moderasi dalam penelitiannya terhadap faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa likuiditas memoderasi hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan dividen. Penelitian likuiditas sebagai variabel moderasi terhadap faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen belum banyak ditemukan dalam literatur di Indonesia. Pemilihan likuiditas sebagai variabel moderasi ini bermaksud untuk menguji apakah likuiditas memperkuat atau memperlemah pengaruh *agency cost*, *size*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen, karena hanya pada perusahaan yang memiliki likuiditas baik yang akan membagikan laba dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Begitu pula sebaliknya, pada perusahaan yang dalam kondisi kurang/tidak likuid maka pihak manajemen perusahaan akan menggunakan potensi likuiditas untuk melunasi kewajibannya dan mendanai operasional usahanya.

1.2. Rumusan Masalah

Dalam penelitian terhadap faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen khususnya penelitian yang telah dilakukan di Indonesia, terdapat satu permasalahan penelitian yaitu menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara individu tanpa mempertimbangkan penggunaan variabel lain yang dapat memengaruhi hasil penelitian misalnya dengan variabel pemoderasi. Adanya variabel pemoderasi, faktor lain yang berdampak pada pengaruh masing-masing

variabel terhadap kebijakan dividen tersebut dapat dijelaskan dengan lebih mendetail dan kemungkinan dapat memperkecil gap hasil penelitian yang ada dengan memberikan bukti penelitian yang lebih komprehensif. Berdasar uraian di atas, dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah *agency cost*, *firm size*, dan profitabilitas berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah likuiditas memoderasi hubungan antara *agency cost*, *firm size*, dan profitabilitas terhadap *dividend payout ratio*?

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini mengembangkan tiga variabel independen dan satu variabel moderasi yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh *agency cost*, *firm size* dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen, serta menguji efek moderasi dari variabel likuiditas terhadap kebijakan dividen.

1.4. Kontribusi Penelitian

Kerangka teoritis yang dikembangkan dalam studi ini bertumpu pada beberapa variabel amatan yang membentuk hubungan, sehingga model yang dihasilkan diperkirakan mempunyai keunikan yang berbeda dari studi-studi sebelumnya. Keunikan ini tercermin dari hubungan masing-masing variabel yang saling terkait, sehingga model yang dihasilkan diharapkan dapat menjadi model alternatif yang dapat digunakan untuk menjelaskan kompleksitas fenomena dalam kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Adanya variabel moderasi, maka pengaruh masing-masing

variabel terhadap kebijakan dividen tersebut dapat dijelaskan lebih mendetail dengan memberikan bukti penelitian yang lebih komprehensif.



BAB II TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. *Agency Theory*

a. Pengertian *Agency Theory*

Agency Theory adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen & Meckling, 1976). *Agency relationship* merupakan hubungan antara dua pihak, dimana pihak pertama bertindak sebagai prinsipal/pemberi amanat dan pihak kedua disebut agen yang bertindak sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pihak prinsipal memberi kewenangan kepada agen untuk melakukan transaksi atas nama prinsipal dan diharapkan dapat membuat keputusan terbaik bagi prinsipalnya (Hartono & Atahau, 2007).

Teori agensi mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Dalam perusahaan yang telah *go public*, *agency relationship* dicerminkan oleh hubungan antara investor dan manajemen perusahaan, baik *board of directors* maupun *board of commissioners*. Persoalannya adalah diantara kedua pihak tersebut seringkali terjadi perbedaan kepentingan. Perbedaan tersebut mengakibatkan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan kurang mengakomodasi kepentingan pihak pemegang saham. Hal inilah yang biasa dikenal dengan *agency commit to user problem* (masalah keagenan).

Pemegang saham sebagai *principal* diasumsikan hanya tertarik kepada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka di dalam perusahaan, dan agen disumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut. Karena perbedaan kepentingan ini masing-masing pihak berusaha memperbesar keuntungan bagi diri sendiri. *Principal* menginginkan pengembalian (*return*) yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang salah satunya dicerminkan dengan kenaikan porsi dividen dari tiap saham yang dimiliki. Agen menginginkan kepentingannya diakomodir dengan pemberian kompensasi/bonus/insentif/remunerasi yang “memadai” dan sebesar-besarnya atas kinerjanya. *Principal* menilai prestasi agen berdasarkan kemampuannya memperbesar laba untuk dialokasikan pada pembagian dividen. Makin tinggi laba, harga saham, dan makin besar dividen, maka agen dianggap berhasil/berkinerja baik sehingga layak mendapat insentif yang tinggi. Sebaliknya agen pun memenuhi tuntutan *principal* agar mendapatkan kompensasi yang tinggi, sehingga bila tidak ada pengawasan yang memadai maka sang agen dapat memainkan beberapa kondisi perusahaan agar seolah-olah target tercapai.

Jensen & Meckling (1976) menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik diantara keduanya. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar kos tersebut dibiayai oleh utang, tetapi manajer

tidak menyukai dengan alasan bahwa utang mengandung risiko yang tinggi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan ini menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*.

b. Agency Cost

Biaya keagenan (*agency cost*) adalah biaya yang ditanggung oleh pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Ada tiga kategori biaya keagenan yaitu: (1) pengeluaran untuk memonitor aktivitas-aktivitas manajer misalnya biaya audit, (2) pengeluaran-pengeluaran untuk membuat struktur organisasi yang dapat membatasi perilaku manajer yang tidak diinginkan misalnya dengan mengangkat investor luar ke dalam dewan direksi, dan (3) *opportunity cost* yang timbul akibat kondisi dimana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham (Brigham & Daves, 2004).

Menurut Jensen & Meckling (1976) *Agency cost* dapat dibedakan menjadi 2 jenis yaitu :

1. *Agency cost* ekuitas luar terjadi karena perbedaan kepentingan antara pemilik-manajer dengan pemegang saham luar sebagai akibat penjualan klaim ekuitas atas perusahaan. Pemilik dan manajer akan menanggung hanya sebagian biaya dari operasional perusahaan yang digunakannya untuk mengkonsumsi penghasilan tambahan dari sumberdaya perusahaan oleh konsumsinya sendiri. Konflik potensial berasal dari keadaan ketika kepemilikan manajer turun

sehingga dorongan untuk mencurahkan usaha pada aktivitas-aktivitas yang kreatif juga menurun

2. *Agency cost* hutang terjadi karena perbedaan kepentingan antara pemegang saham (*stockholder*) dengan pemegang hutang (*debt holder*). Dengan penerbitan hutang, maka kreditur mengkonsumsi sebagian laba dari biaya bunga yang dibayarkan. Sementara itu manajer memegang pengendalian yang sangat menentukan tingkat profitabilitas dan risiko perusahaan melalui aliran kas, misalnya manajer melakukan ekspansi yang menyebabkan risiko lebih besar. Jika investasi tersebut berhasil maka sebagian besar keuntungan akan menjadi hak pemegang saham, karena bunga atas hutang bersifat tetap. Tetapi bila investasi tersebut gagal, maka kreditur akan ikut menanggung kerugian tersebut, sehingga disimpulkan bahwa investasi tersebut hanya baik untuk pemegang saham.

Untuk mengurangi biaya keagenan antara lain dapat dilakukan melalui pemberian insentif saham kepada manajer (*managerial ownership*), hal ini dipandang dapat mensejajarkan kepentingan manajer dengan pemilik (Jensen & Meckling, 1976). Dapat juga dilakukan dengan pembayaran dividen karena pembayaran dividen akan mengurangi dana yang ada pada manajer (Rozeff & Easterbrook, 1982). Brigham & Daves (2004) menyebutkan bahwa untuk mengurangi konflik keagenan antara *agent* dan *principals* dapat dilakukan juga dengan: (1) rencana kompensasi manajer (*bonus plans*), (2) intervensi langsung oleh pemegang saham, (3) ancaman pemecatan, dan (4) ancaman pemindahan (*take over*).

Konflik keagenan semakin terlihat pada suatu perusahaan di mana sebagian sahamnya dimiliki oleh pihak manajemen. Kepemilikan orang dalam (*managerial*

ownership) adalah pemegang saham yang berasal dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). *Managerial ownership* merupakan sebuah variabel yang penting dalam kebijakan dividen suatu perusahaan (Taswan, 2003). Perusahaan dengan *managerial ownership* yang jumlahnya lebih besar mempunyai kinerja investasi yang lebih baik daripada perusahaan dengan *managerial ownership* kecil. *Managerial ownership* yang besar merupakan sinyal yang baik bagi pemegang saham. Sesuai dengan teori keagenan, konflik antara manajer dan pemegang saham timbul karena adanya pemisahan atas *principals* dan *agent*. Pihak *insider* atau manajemen cenderung menginginkan pembagian dividen kecil, karena mereka menginginkan kelebihan aliran kas untuk membiayai investasi perusahaan. Namun pihak manajemen cenderung memanfaatkan kelebihan aliran kas tersebut untuk memperkaya diri sendiri dan melakukan kegiatan yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan tanpa memikirkan kesejahteraan pemegang saham, dan cenderung merugikan pemegang saham.

Penelitian tentang teori keagenan, pertama kali dilakukan oleh Jensen & Meckling (1976) yang membahas beberapa cara menyangkut masalah keagenan. Manajer yang diangkat oleh pemegang saham seharusnya bertindak atau mengambil keputusan yang terbaik sesuai dengan keinginan pemegang saham. Tetapi beberapa pelaksanaannya sering terjadi perbedaan keputusan antara pemegang saham dan manajer. Rozeff (1982) menyebutkan biaya keagenan yang diproksi dengan kepemilikan orang dalam menunjukkan bahwa adanya pengaruh yang kuat antara kepemilikan orang dalam (*managerial ownership*) terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Pendapat ini diperkuat oleh Easterbrook (1984) yang mengemukakan bahwa perusahaan membayarkan dividen untuk mengurangi biaya keagenan karena

pembayaran dividen mengurangi dana tambahan kepada manajer. Bukti ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen adalah bagian monitoring optimal perusahaan dan berfungsi untuk menurunkan biaya keagenan.

Jumlah pemegang saham juga mempengaruhi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Dalam penelitiannya Alii *et al.* (1993) menjelaskan bahwa jumlah pemegang saham meningkat, masalah agen menjadi semakin memburuk dan kebutuhan untuk memantau tindakan manajerial juga meningkat. Pengaruh yang kuat antara biaya agen dengan kebijakan dividen telah dibuktikan secara empiris oleh Saxena (1999) dan Holder *et al.* (1998) dimana hasilnya konsisten dengan penelitian Rozeff (1982). Saxena (1999) meneliti penentu kebijakan dividen NYSE mendaftar 235 perusahaan tidak beregulasi dan 98 perusahaan yang beregulasi dan ditemukan terdapat pengaruh positif antara biaya agen terhadap kebijakan dividen.

Variabel *agency cost* yang digunakan dalam penelitian ini diproksikan dengan kepemilikan manajerial (MAN) merupakan persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris perusahaan. Dalam hubungannya dengan kebijakan dividen, para pemilik saham manajerial lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah. Hal ini didorong oleh keinginan para manajer tersebut untuk membiayai investasi yang akan datang dari sumber internal sehingga dana yang tersedia untuk pembayaran dividen semakin sedikit.

2.2. Kebijakan Dividen

Gitman (2003) menyatakan definisi kebijakan dividen sebagai suatu perencanaan tindakan perusahaan yang harus dituruti ketika keputusan dividen harus dibuat. Sedangkan Lee dan Finerty (1990) mengartikan kebijakan dividen sebagai suatu

keputusan perusahaan apakah akan membagikan *earnings* yang dihasilkan kepada para pemegang saham atau akan menahan *earnings* untuk kegiatan reinvestasi dalam perusahaan. Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan penggunaan laba bersih setelah pajak yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa besar bagian laba bersih yang akan digunakan untuk membiaya investasi perusahaan. Alokasi penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen (Wachowicz, 1997). Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba yang diperolehnya dalam bentuk dividen, maka akan mengurangi *retained earnings* dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperolehnya, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar. Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimumkan harga saham perusahaan.

Menurut Gitosudarmo (2002) kebanyakan investor mengharapkan diperolehnya hasil dari pembelian saham terhadap dua hal yaitu sebagai berikut:

1. Kenaikan Modal

Para investor mengharapkan adanya kenaikan modal dalam bentuk kenaikan saham yang telah dibelinya.

2. Dividen

Disamping itu tentu saja para investor, sampai pada tingkat tertentu mengharapkan adanya pembagian laba yang diperoleh perusahaan. Oleh karena itu adanya kenaikan modal dan dividen yang diharapkan para investor dari hasil pembelian saham maka perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan dengan

dividen atau *dividend payout ratio*. Brigham (1999) menyatakan bahwa ada tiga teori kebijakan dividen dari preferensi investor, yaitu:

b. Dividen tidak relevan (*Dividend irrelevance theory*)

Dividend irrelevance theory adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani & Miller (1961) yang menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio* (DPR) tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan risiko bisnis. Dengan demikian kebijakan dividen sebenarnya tidak relevan untuk dipersoalkan. Untuk membuktikan teorinya, Modigliani & Miller (1961) mengemukakan berbagai asumsi sebagai berikut:

- a. Tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan.
- b. Tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi.
- c. Kebijakan penganggaran modal perusahaan independen terhadap dividen *payout ratio*.
- d. Investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang kesempatan investasi di masa yang akan datang.
- e. Distribusi pendapatan di antara dividen dan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor.

b. Bird In The Hand Theory

Teori ini sependapat dengan Gordon & Lintner (1956) yang menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik jika *dividend payout ratio* (DPR) rendah. Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gains*. Modigliani

& Miller (1961) berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis bahwa investor merasa sama saja apakah menerima dividen saat ini atau menerima *capital gain* di masa yang akan datang. Dengan kata lain, tingkat keuntungan yang disyaratkan tidak dipengaruhi oleh *dividend payout ratio*. Pendapat Gordon & Litner (1956) oleh Modigliani & Miller (1961) diberi nama *bird in the hand fallacy*. Gordon & Litner (1956) beranggapan investor memandang bahwa satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Sementara Modigliani & Miller berpendapat bahwa tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki risiko yang sama. Oleh sebab itu, tingkat risiko pendapatan mereka di masa yang akan datang bukan ditentukan oleh *dividend payout ratio* tetapi ditentukan oleh tingkat risiko investasi baru.

c. *Tax Preference Theory*

Teori ini menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains* maka para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham memiliki pertumbuhan yang tinggi dan menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Oleh karena itu, teori ini menyarankan bahwa perusahaan sebaiknya menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen (Litzenberger & Ramaswamy, 1979 dalam Saxena, 1999).

Berdasarkan ketiga konsep teori tersebut, perusahaan dapat melakukan hal-hal sebagai berikut (Laksono, 2006):

- a. Jika manajemen percaya bahwa *dividend irrelevance theory* dari M-M itu benar maka perusahaan tidak perlu memperhatikan besarnya dividen yang harus dibagikan.
- b. Jika perusahaan menganut *bird-in-the-hand theory* maka perusahaan harus membagi seluruh EAT (*Earning After Tax*) dalam bentuk dividen.
- c. Jika manajemen cenderung mempercayai *tax preference theory* maka perusahaan harus menahan seluruh keuntungan atau dengan kata lain DPR=0%.

Teori lain yang dapat membantu untuk memahami kebijakan dividen antara lain adalah:

a. *Information content or signaling hypothesis*

Di dalam teori ini M-M berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang di atas kenaikan normal biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang. Sebaliknya, suatu penurunan atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di masa mendatang. Namun demikian sulit dikatakan apakah kenaikan atau penurunan harga setelah adanya kenaikan atau penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek sinyal atau mungkin disebabkan oleh efek sinyal dan preferensi terhadap dividen.

b. *Clientele effect*

Teori ini menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok investor yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai suatu *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang tinggi, sebaliknya kelompok investor yang tidak begitu membutuhkan

uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

2.3. *Firm Size*

Ukuran perusahaan (*size*) dapat dinyatakan dalam total aktiva, penjualan, dan kapitalisasi pasar (Al-Makawi, 2008). Semakin besar total aktiva, penjualan, dan kapitalisasi pasar maka semakin besar ukuran perusahaan tersebut. Perusahaan besar memiliki akses yang mudah menuju pasar modal. Karena kemudahan tersebut maka berarti bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana (Haruman, 2008). Perusahaan yang memiliki aset besar cenderung membayar dividen besar untuk menjaga reputasi di kalangan investor aktual maupun potensial. Tindakan ini dilakukan untuk memudahkan perusahaan memasuki pasar modal apabila berencana melakukan emisi saham baru. Selain menggunakan *natural logaritma of sales*, proksi ukuran perusahaan dapat menggunakan *natural log total asset* (Crutchley & Hansen, 1989) atau *natural log capitalization* (Chen & Steiner, 1999).

Pengelompokan perusahaan atas dasar skala operasi (besar atau kecil) dapat dipakai oleh investor sebagai salah satu variabel dalam menentukan keputusan investasi. Tolok ukur yang menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan antara lain total penjualan, rata-rata tingkat penjualan dan total aktiva (Ferry & Jones, 1979). Perusahaan besar umumnya memiliki total aktiva yang besar pula sehingga dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

Pada dasarnya ukuran perusahaan hanya terbagi dalam tiga kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium-size*) dan perusahaan kecil (*small firm*). Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan kepada *total asset* perusahaan (Machfoedz, 1994). Perusahaan yang memiliki total aktiva besar

menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan *total asset* yang kecil (Daniati & Suhairi, 2006).

Secara teoritis perusahaan yang lebih besar mempunyai kepastian (*certainty*) yang lebih besar daripada perusahaan kecil sehingga akan mengurangi tingkat ketidakpastian mengenai prospek perusahaan ke depan. Hal tersebut dapat membantu investor memprediksi risiko yang mungkin terjadi jika ia berinvestasi pada perusahaan itu (Yolana & Martani, 2005).

2.4. Profitabilitas

a. Pengertian Profitabilitas

Menurut Helfert (2003) profitabilitas merupakan efektifitas yang dilakukan oleh pihak manajemen dengan baik dalam mengelola total aktiva dan aktiva bersih sebagaimana dicatat dalam neraca. Greuning (2005) mengemukakan profitabilitas adalah suatu indikasi atas bagaimana margin laba suatu perusahaan berhubungan dengan penjualan, modal rata-rata, dan rata-rata ekuitas saham biasa. Brigham & Houston (2001) menyatakan bahwa profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan.

Profitabilitas merupakan alat yang digunakan untuk menganalisis kinerja manajemen. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikan. Profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen (Suharli, 2007). Pihak manajemen

akan membayarkan dividen untuk memberikan sinyal mengenai keberhasilan perusahaan membukukan profit (Wirjolukito *et al.*, 2003). Perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya dengan harapan akan mendapatkan keuntungan yang tinggi pula (Kim *et al.*, 1993). Parthington (1989) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan faktor terpenting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam kebijakan dividen. Oleh karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

b. Rasio Profitabilitas

Menurut Kasmir (2008) rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektifitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi. Pada dasarnya penggunaan rasio ini menunjukkan tingkat efesiensi suatu perusahaan. Manfaat rasio profitabilitas tidak terbatas hanya pada pemilik usaha atau manajemen saja, tetapi juga bagi pihak luar perusahaan, terutama pihak-pihak yang memiliki hubungan atau kepentingan dengan perusahaan. Kasmir (2008) menerangkan bahwa tujuan dan manfaat penggunaan rasio profitabilitas bagi perusahaan maupun bagi pihak luar perusahaan yaitu:

1. Untuk mengukur atau menghitung laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode tertentu.
2. Untuk menilai posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang.

3. Untuk menilai perkembangan laba dari waktu ke waktu.
4. Untuk menilai besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri.
5. Untuk mengukur produktivitas seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.
6. Untuk mengukur produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan untuk modal sendiri.

Penggunaan rasio profitabilitas dapat dilakukan dengan menggunakan perbandingan antara berbagai komponen yang ada di laporan keuangan, terutama laporan keuangan neraca dan laporan laba rugi. Pengukuran dapat dilakukan untuk beberapa periode operasi. Tujuannya adalah agar terlihat perkembangan posisi keuangan perusahaan dalam rentang waktu tertentu baik penurunan atau kenaikan, sekaligus sebagai evaluasi terhadap kinerja manajemen sehingga dapat diketahui penyebab dari perubahan kondisi keuangan perusahaan tersebut. Semakin lengkap jenis rasio yang digunakan semakin sempurna hasil yang akan dicapai, sehingga posisi dan kondisi tingkat profitabilitas perusahaan dapat diketahui secara sempurna.

c. Jenis Rasio Profitabilitas

Terdapat beberapa cara untuk mengukur tingkat profitabilitas suatu perusahaan, antara lain sebagai berikut:

1. *Gross profit margin* (GPM). Pengukuran ini adalah ukuran persentase dari setiap hasil penjualan sesudah perusahaan membayar harga pokok penjualan. Semakin tinggi *gross profit margin* maka semakin baik.
2. *Operating profit margin* (OPM). Pengukuran ini adalah ukuran persentase dari setiap hasil sisa penjualan sesudah semua biaya dan pengeluaran lain dikurangi kecuali bunga dan pajak.

3. *Net profit margin* (NPM). Pengukuran ini adalah ukuran untuk mengukur persentase keuntungan perusahaan setelah dikurangi semua biaya dari pengeluaran termasuk bunga dan pajak.
4. *Return on assets* (ROA). Pengukuran ini adalah ukuran keefektifan manajemen dalam menghasilkan laba dengan aktiva yang tersedia.
5. *Return on equity* (ROE). ROE merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan. Ekuitas pemilik adalah jumlah aktiva bersih perusahaan, sehingga perhitungan ROE sebuah perusahaan dapat dihitung dengan membagi total ekuitas dengan laba bersih perusahaan. Pengukuran ini adalah ukuran pengembalian yang diperoleh pemilik atas investasi di perusahaan.

Pada penelitian ini penulis menggunakan rasio *return on assets* (ROA). Menurut Husnan & Pudjiastuti (1998) ROA atau yang disebut juga dengan ROI menunjukkan seberapa banyak laba bersih yang dapat diperoleh dari seluruh kekayaan yang dimiliki perusahaan atau mencerminkan tingkat keuntungan perusahaan atas penggunaan investasi asset-asetnya. ROA atau ROI merupakan rasio profitabilitas yang paling mudah untuk dianalisis yang menghubungkan antara laba bersih dengan total aktiva di neraca (Helfert, 1997). Ang (1997) menyatakan bahwa *return on asset* adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Rasio ini dapat memberikan indikasi tentang baik buruknya manajemen dalam melaksanakan kontrol biaya maupun dalam pengelolaan harta.

Return On Assets (ROA) menunjukkan efektivitas perusahaan dalam mengelola aktiva baik dari modal sendiri maupun dari modal pinjaman, investor akan melihat seberapa efektif suatu perusahaan dalam mengelola aset. Nilai ROA sebuah perusahaan diperoleh dengan membagi total aset dengan laba bersih perusahaan (Chang & Rhee,

1990). *Return on asset* diukur dari laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total assetnya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan probabilitas perusahaan. ROA sebagai salah satu ukuran profitabilitas juga merupakan ukuran efektivitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan untuk operasi. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik karena tingkat kembalian investasi (*return*) yang semakin besar (Puspita, 2009). Semakin tinggi tingkat *return on assets* (ROA) maka akan memberikan efek terhadap volume penjualan saham, artinya tinggi rendahnya *return on assets* (ROA) akan mempengaruhi minat investor dalam melakukan investasi sehingga akan mempengaruhi volume penjualan saham perusahaan begitu pula sebaliknya.

2.5. Likuiditas

a. Pengertian Likuiditas

Secara umum pengertian likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk membayar hutang-hutangnya yang jatuh tempo (Lancaster, 1998). Sedangkan menurut Munawir (2002) likuiditas diartikan sebagai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek (*current obligation*). Secara khusus jika ditinjau dari kebijakan yang dilakukan manajer dalam mengatur aktiva perusahaan, maka likuiditas dapat diartikan sebagai proporsi dari aktiva perusahaan yang diinvestasikan ke dalam kas dan *marketable securities* atau surat berharga (Kim *et al.*, 1998). Rasio antara *cash* ditambah *marketable securities* terhadap total *assets* ini pada dasarnya merupakan rasio

yang menunjukkan *cash position* (Munawir, 2002). Prastowo & Julianti (2002) menyatakan bahwa likuiditas perusahaan menggambarkan kemampuan perusahaan tersebut dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya kepada kreditur jangka pendek.

Likuiditas perusahaan dianggap merupakan salah satu pertimbangan dalam kebijakan dividen. Karena dividen merupakan arus kas keluar, maka semakin besar jumlah kas dan likuiditas perusahaan maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Suharli, 2007). Kemampuan untuk membayar utang jangka pendek dari suatu perusahaan terletak pada kemampuannya untuk mendapatkan kas (alat pembayaran) atau kemampuannya untuk mengkonversikan aktiva non kas menjadi kas. Pada umumnya aspek likuiditas tidak dipandang hanya pada suatu saat saja, tetapi dikaitkan dengan satu periode tahun buku atau kadang-kadang diidentifikasi dengan siklus operasi normal perusahaan. Siklus operasi normal perusahaan itu sendiri adalah suatu jangka waktu yang tercakup dari sejak dimulainya aktivitas pembelian, produksi, penjualan hingga aktivitas pengumpulan piutang.

b. Faktor yang Mempengaruhi Likuiditas

Kim *et al.* (1998) mengelompokkan faktor-faktor yang diperkirakan dapat mempengaruhi likuiditas perusahaan. Faktor-faktor tersebut dikelompokkan sebagai berikut:

1. *Cost of External Financing*

Faktor *cost of external financing* ini berkaitan dengan biaya yang dikeluarkan perusahaan jika perusahaan menggunakan pendanaan dari luar perusahaan. Kim *et al.* (1998) menggunakan *proxy* ukuran perusahaan (*firm size*) dan kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*) untuk mengukur faktor *cost of external financing* tersebut.

Barclay & Smith (1996) dalam Kim *et al.*, (1998) mengemukakan argumen bahwa, *cost of external financing* yang dihadapi oleh perusahaan-perusahaan besar relatif lebih rendah dibanding perusahaan-perusahaan kecil. Hal ini disebabkan perusahaan besar lebih mampu mencapai *economic of scale* terutama jika dikaitkan dengan biaya tetap pada saat melakukan emisi saham.

2. *Cash Flow Uncertainty*

Cash flow uncertainty atau ketidakpastian arus kas dapat menentukan keputusan manajer dalam menentukan tingkat likuiditas perusahaan. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat ketidakpastian arus kas yang tinggi akan cenderung melakukan investasi dalam aktiva likuid dengan jumlah yang besar.

3. *Current and future investment opportunities*

Current and future investment opportunities adalah kesempatan investasi yang dihadapi perusahaan, baik saat ini maupun saat mendatang. *Current and future investment opportunities* ini dapat mempengaruhi manajemen dalam memutuskan kebijakan likuiditasnya. Berkaitan dengan *current and future investment opportunities* ini manajemen akan mempertimbangkan apakah lebih baik melakukan investasi dalam bentuk aktiva tetap atau melakukan investasi dalam aktiva likuid.

4. *Transactions Demand for Liquidity*

Transactions Demand for Liquidity ini berkaitan dengan dana atau kas yang diperlukan perusahaan untuk tujuan transaksi. Faktor *transactions demand for liquidity* ini juga merupakan faktor yang dipertimbangkan manajemen dalam menentukan likuiditas perusahaan. Pada umumnya aspek likuiditas tidak dipandang hanya pada

suatu saat, tetapi dikaitkan dengan satu periode tahun buku atau kadang-kadang diidentifikasi dengan siklus operasi normal perusahaan. Siklus operasi normal perusahaan itu sendiri adalah suatu jangka waktu yang tercakup dari sejak dimulainya aktivitas pembelian, produksi, penjualan, hingga aktivitas pengumpulan piutang. Penilaian atau pengukuran aspek likuiditas suatu perusahaan yang diidentifikasi dengan siklus operasi normalnya, umumnya digunakan pada perusahaan-perusahaan yang siklus operasinya melampaui satu periode tahun buku.

Arti pentingnya likuiditas bagi setiap perusahaan akan sangat dirasakan pada berbagai akibat yang merugikan atas tidak dapat digunakannya kesempatan untuk memperoleh laba, jika perusahaan berada dalam keadaan tidak (kurang) likuid. Kustiadi (2006) mengemukakan berbagai kemungkinan kerugian atas tidak dapat digunakannya kesempatan untuk memperoleh laba tersebut:

- a. Aspek likuiditas merupakan suatu tingkat kemampuan yang bersifat relatif. Oleh karena itu jika perusahaan berada dalam keadaan kurang likuid, ada kemungkinan perusahaan tidak bisa memanfaatkan kesempatan potongan (pembelian tunai) yang ditawarkan oleh para leveransirnya. Sebagai akibatnya perusahaan terpaksa beroperasi pada tingkat biaya yang tinggi, sehingga mengurangi kesempatan untuk meraih laba yang lebih besar.
- b. Likuiditas merupakan tingkat kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban-kewajiban jangka pendek baik yang menyangkut kebutuhan operasional maupun utang kepada leveransir dan banker (pihak *ekstern*). Keadaan yang kurang/tidak likuid kemungkinan akan menyebabkan perusahaan tidak bisa melunasi hutang jangka pendek pada tanggal jatuh temponya. Dalam posisi demikian kadang-kadang perusahaan terpaksa menarik pinjaman baru dengan

tingkat bunga yang relatif tinggi, menjual investasi jangka panjang, atau aktiva tetapnya untuk melunasi hutang jangka pendek tersebut. Jika keadaan tidak (kurang) likuid demikian seriusnya, hal ini akan cenderung menuju pada kebangkrutan.

- c. Bagi para pemilik (perusahaan) keadaan kurang/tidak likuid berarti mengurangi kesempatan untuk meraih keuntungan yang lebih besar, atau kehilangan kontrol terhadap sebagian atau seluruh modal yang diinvestasikan. Dalam perusahaan-perusahaan dimana tanggung jawab para pemilik tidak terbatas pada modal yang ditanamkan, kerugian (akibat likuidasi) itu bahkan bisa lebih dari jumlah penanaman modalnya seperti pada bentuk persekutuan misalnya.
- d. Bagi para kreditur perusahaan, keadaan tidak (kurang) likuid dari perusahaan dimana ia memberikan kredit berarti penundaan akan pengumpulan atas bunga dan pokok pinjaman yang diberikan. Keadaan ini bahkan kemungkinan bisa berarti sebagai suatu awal kerugian yang akan diderita atas sebagian dari atau seluruh jumlah bunga beserta pokok pinjaman tersebut bagi kreditur yang bersangkutan.
- e. Para langganan seperti halnya para leveransir atas barang-barang dan jasa bagi perusahaan, kemungkinan juga akan terpengaruh oleh keadaan tidak/kurang likuid yang sedang dialami perusahaan. Pengaruh atau akibat yang dirasakan oleh para langganan itu mungkin berupa ketidakmampuan perusahaan dalam melaksanakan ketentuan-ketentuan yang telah diatur dalam kontrak, atau kehilangan arti (manfaat) hubungannya dengan perusahaan sebagai suplier bagi langganan yang bersangkutan.

Dari berbagai akibat yang dapat terjadi karena keadaan tidak (kurang) likuid seperti dikemukakan tersebut, dapat dipahami bahwa pengukuran atau penilaian terhadap aspek likuiditas dalam dunia usaha dianggap sebagai suatu persoalan yang penting. Begitu pentingnya aspek likuiditas ini sehingga eksistensi perusahaan akan disangsikan apabila perusahaan tidak lagi berkemampuan cukup untuk membayar kewajiban-kewajiban jangka pendek pada tanggal jatuh temponya. Apabila hal ini terjadi pada perusahaan, berarti penilaian terhadap aspek-aspek yang lain dalam perusahaan itu tidak bermanfaat lagi bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

Dalam penelitian ini likuiditas menggunakan proksi *current ratio*. *Current Ratio* merupakan salah satu ukuran likuiditas yang dihitung dengan membagi aktiva lancar dengan hutang atau kewajiban lancar. Semakin tinggi *Current Ratio* berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (termasuk didalamnya kewajiban membayar dividen kas yang terutang). Semakin tinggi *Current Ratio* juga menunjukkan keyakinan investor terhadap kemampuan perusahaan membayar dividen yang dijanjikan (Sartono, 2001).

2.6. Pengembangan Hipotesis

A. *Agency Cost* dan Kebijakan Dividen

Jensen & Meckling (1976) menyatakan *agency cost* (biaya keagenan) adalah biaya yang ditanggung oleh pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimumkan kekayaan pemegang saham. Jika konflik agensi sangat dominan, maka akan menimbulkan biaya agensi yang besar dan nilai perusahaan menjadi rendah. Variabel *agency cost* yang digunakan dalam penelitian ini diproksikan dengan kepemilikan manajerial (MAN) atau *managerial ownership*, yaitu persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris

perusahaan. Dalam hubungannya dengan kebijakan dividen, para pemilik saham manajerial lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah. Hal ini didorong oleh keinginan para manajer tersebut untuk membiayai investasi yang akan datang dari sumber internal sehingga dana yang tersedia untuk pembayaran dividen semakin sedikit.

Beberapa penelitian terdahulu menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, namun demikian arah hubungan kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen masih berbeda-beda dan belum konsisten. Rozeff (1982) melakukan penelitian mengenai pengaruh *agency cost* (*insider ownership, share holder dispersion*) dan *transaction cost* (*growth dan risk*) terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *insider ownership* secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian yang lain oleh Dempsey & Laberg (1992), menguji pengaruh *agency cost* dan *transaction cost* terhadap *dividend payout ratio*. Variabel yang digunakan ialah *insider, Grow 1, Grow 2, beta, stock* (jumlah pemegang saham) dan *dividend payout ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *insider, beta dan growth* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio* sedangkan jumlah pemegang saham berpengaruh positif.

Moh'd *et al.* (1995) melakukan penelitian mengenai hubungan antara teori agensi dan kebijakan dividen. Variabel yang digunakan ialah *Growth, institutional dan insider ownership, shareholder dispersion, firm size, business risk, operating, financial leverage* dan *dividend payout ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan, *insider ownership, operating leverage dan financial leverage* secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Saxena (1999) melakukan penelitian pada NYSE dan menyatakan bahwa terdapat pengaruh signifikan

antara *agency cost* terhadap kebijakan dividen. Penelitian serupa dilakukan pula oleh Mollah, Keasy, & Short (2000), meneliti mengenai pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan *dividend payout ratio*. Penelitian yang dilakukan oleh Putra (2006) meneliti pengaruh biaya agensi terhadap kebijakan dividen untuk periode tahun 2002-2004. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian dan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_{a.1}: *Agency cost* (kepemilikan manajerial) berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

B. Firm Size dan Kebijakan Dividen

Firm Size yang lebih besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih teridentifikasi dan yang masih kecil akan mengalami dampak kesulitan untuk memasuki area pasar modal. Karena kemudahan akses dalam pasar modal cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuan untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan mampu memiliki rasio pembayaran yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil (Al-Malkawi, 2008). Penelitian yang menguji pengaruh *size* terhadap kebijakan dividen antara lain dilakukan oleh Chang & Rhee (1990) yang menguji faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Hasil menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Ooi (2001) meneliti tentang perusahaan properti di Amerika menggunakan variabel tipe perusahaan *real estate* (TYPE), laba perusahaan (ROA), *growth opportunities* (MTBV), *growth rate* (GRWTH), *firm size* (SIZE) untuk mengetahui pengaruhnya terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian

mengindikasikan bahwa ROA dan SIZE memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian Al-Malkawi (2008) di perusahaan yang terdaftar di Amman Stock Exchange di Jordan menggunakan variabel *agency costs*, *size*, *profitability*, *financial leverage*, pertumbuhan dan kesempatan investasi untuk mengetahui pengaruhnya terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa variabel pertumbuhan dan kesempatan investasi, *size*, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan *agency costs* dan *financial leverage* bernilai negatif terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian serupa juga telah banyak dilakukan di Indonesia, antara lain penelitian yang dilakukan oleh Nuringsih (2005) meneliti pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, ROA, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Hasil menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Puspita (2009) meneliti pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi *dividen payout ratio*. Hasil menunjukkan bahwa variabel *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Berdasarkan teori dan uraian penelitian terdahulu di atas, maka penulis mengajukan hipotesis:

H_{a.2}: *Firm size* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

C. Profitabilitas (ROA) dan Kebijakan Dividen

ROA sebagai salah satu ukuran profitabilitas juga merupakan ukuran efektivitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan digunakan untuk operasi. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik karena tingkat kembalian investasi (*return*) yang semakin besar (Puspita, 2009). Menurut Hanafi (2004) perusahaan yang mempunyai aliran kas atau profitabilitas yang baik bisa membayar dividen atau meningkatkan

dividen. Hal yang sebaliknya akan terjadi jika aliran kas tidak baik. Faktor profitabilitas juga berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena dividen adalah sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, sehingga dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*.

Pengaruh ROA terhadap kebijakan dividen telah banyak diteliti, antara lain oleh Ooi (2001) meneliti tentang perusahaan properti di Amerika menggunakan variabel tipe perusahaan *real estate* (TYPE), laba perusahaan (ROA), *growth opportunities* (MTBV), *growth rate* (GRWTH), *firm size* (SIZE) untuk mengetahui pengaruhnya terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa ROA memiliki pengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian Al-Malkawi (2008) di perusahaan yang terdaftar di Amman Stock Exchange di Jordan menggunakan variabel *agency costs*, *size*, *profitabilitas*, *financial leverage*, pertumbuhan, dan kesempatan investasi untuk mengetahui pengaruhnya terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa variabel pertumbuhan dan kesempatan investasi, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Di Indonesia penelitian dilakukan Nuringsih (2005) yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh negative signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Puspita (2009) meneliti pengaruh faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio*. Hasil menunjukkan bahwa variabel *firm size*, *cash ratio*, dan ROA berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Berdasarkan teori dan uraian di atas, maka penulis mengajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H_{a.3}: Profitabilitas (*return on assets*) berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

D. Likuiditas dan Kebijakan Dividen

Secara umum pengertian likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk membayar hutang-hutangnya yang jatuh tempo (Lancaster, 1998). Menurut Munawir (2002) likuiditas diartikan sebagai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (*current obligation*). Secara khusus jika ditinjau dari kebijakan yang dilakukan manajer dalam mengatur aktiva perusahaan, maka likuiditas dapat diartikan sebagai proporsi dari aktiva perusahaan yang diinvestasikan ke dalam kas dan surat berharga (Kim *et al.*, 1998). Prastowo & Julianti (2002) menyatakan bahwa likuiditas perusahaan menggambarkan kemampuan perusahaan tersebut dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya kepada kreditur jangka pendek. Likuiditas perusahaan dapat diketahui dari neraca dengan membandingkan jumlah aktiva lancar (*current assets*) dengan utang lancar (*current liabilities*) hasil perbandingannya disebut *current ratio*.

Likuiditas perusahaan dianggap merupakan salah satu pertimbangan dalam kebijakan dividen. Karena dividen merupakan arus kas keluar, maka semakin besar jumlah kas dan likuiditas perusahaan maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Penelitian tentang pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen telah banyak dilakukan antara lain penelitian yang dilakukan oleh Parthington (1989) tentang faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan di Australia. Hasil menunjukkan bahwa likuiditas berada pada peringkat dibawahnya setelah variabel stabilitas dividen dan *earning* yang berpengaruh terhadap pendapatan

dividen dimasa depan. Hal tersebut menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan dividen walaupun tidak secara signifikan.

Penelitian yang lain dilakukan oleh Gupta & Banga (2010) pada perusahaan di India. Hasil menunjukkan bahwa likuiditas dan *leverage* merupakan faktor utama yang menentukan kebijakan dividen pada perusahaan di India. Penelitian serupa dilakukan juga di Indonesia oleh Kurniati (2007) meneliti pengaruh profitabilitas, likuiditas dan *leverage* terhadap tingkat pembayaran dividen pada perusahaan *go public*. Berdasarkan pengujian hipotesisnya hanya variabel likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* berpengaruh terhadap tingkat pembayaran dividen yang diterima investor. Likuiditas dalam penelitian ini digunakan sebagai variabel moderasi, karena hanya pada perusahaan yang dalam kondisi likuid saja yang akan membagikan dividen. Suharli (2007) menggunakan likuiditas sebagai variabel moderat dalam penelitiannya terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio*. Hasil membuktikan bahwa likuiditas memoderasi hubungan antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian dan penelitian tentang likuiditas di atas, hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah:

H_{a 4.1} : Likuiditas memoderasi hubungan antara *agency cost* (MAN) dengan *dividend payout ratio*.

H_{a 4.2} : Likuiditas memoderasi hubungan antara *firm size* dengan *dividend payout ratio*.

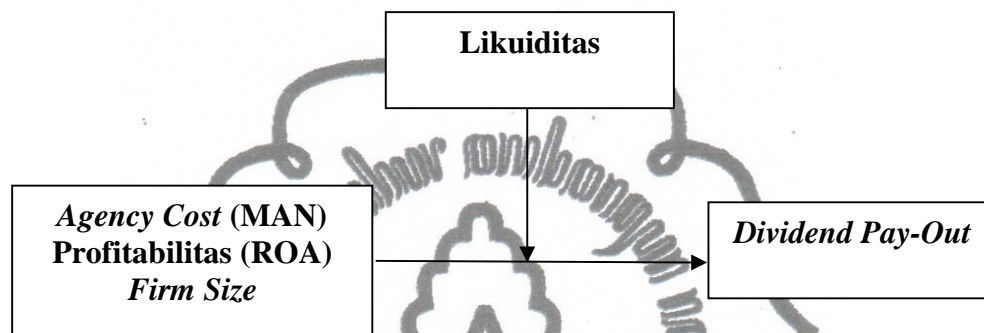
H_{a 4.3}: Likuiditas memoderasi hubungan antara *return on assets* dengan *dividend payout ratio*.

2.7. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan teori dan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, maka variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah: *dividend payout ratio*, *agency cost*

(kepemilikan manajerial), profitabilitas (ROA), *firm size*, dan likuiditas. Kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini dapat dilihat pada gambar sebagai berikut:

GAMBAR 2.1
Kerangka Pemikiran



Berdasarkan gambar di atas, dapat dilihat bahwa penelitian ini menguji pengaruh *agency cost*, profitabilitas, dan *firm size* terhadap kebijakan dividen. Kebijakan dividen menjadi perhatian banyak pihak seperti pemegang saham, kreditor, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan perusahaan. Melalui kebijakan ini perusahaan memberikan sebagian dari keuntungan bersih kepada pemegang saham secara tunai (Brigham & Houston, 2001). Keputusan ini merupakan salah satu cara untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham khususnya pemegang saham yang berinvestasi jangka panjang, bukan yang berorientasi pada *capital gain*. Easterbrook (1984) menyatakan bahwa kebijakan dividen berkaitan dengan masalah keagenan. Salah satu pihak yang menetapkan alokasi dividen adalah manajer. Perusahaan sebaiknya menetapkan kebijakan dividen yang rendah agar memiliki sumber dana internal untuk perkembangan perusahaan yang relatif lebih murah jika dibandingkan dengan hutang atau emisi saham baru. Tetapi pada kenyataannya banyak sekali manajer yang juga terlibat dalam kepemilikan saham

sehingga terkadang juga menginginkan *return* berupa dividen. Apabila manajer menyukai dividen rendah, maka perusahaan mempunyai *retained earning* yang tinggi. Namun apabila manajer lebih menyukai dividen dalam jumlah yang besar, maka sumber dana internal perusahaan semakin kecil. Sebagai akibatnya, jika perusahaan akan mengembangkan usahanya akan didanai dari sumber eksternal yang relatif lebih mahal misalnya menggunakan hutang. Perusahaan harus berhati-hati dalam menetapkan kebijakan dividen, karena masing-masing alternatif keputusan memiliki risiko.

Profitabilitas yang diproksi dengan ROA juga digunakan sebagai variabel independen. Hal ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh profitabilitas yang digunakan oleh perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik karena tingkat kembalian investasi (*return*) yang semakin besar (Puspita, 2009). Menurut Hanafi (2004) perusahaan yang mempunyai aliran kas atau profitabilitas yang baik bisa membayar dividen atau meningkatkan dividen. Hal yang sebaliknya akan terjadi jika aliran kas tidak baik. Faktor profitabilitas juga berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena dividen adalah sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, sehingga dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*.

Ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel independen terakhir yang mempengaruhi kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga dengan kesempatan ini perusahaan akan melakukan pembayaran dividen yang besar. Tujuannya adalah untuk menjaga reputasi

perusahaan di mata investor (Chang & Rhee, 1990). Sebaliknya pada perusahaan berukuran kecil akan membagikan dividen yang rendah pula. Hal tersebut dikarenakan laba lebih banyak dialokasikan pada laba ditahan untuk menambah asset perusahaan.

Likuiditas diartikan sebagai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dan untuk mendanai kegiatan operasional usahanya (Suharli, 2004). Dalam penelitian ini dimasukkan likuiditas sebagai variabel moderasi untuk membedakan dengan penelitian sebelumnya, karena hanya perusahaan dalam kondisi likuid saja yang akan membagikan dividen. Likuiditas perusahaan dianggap merupakan salah satu pertimbangan dalam kebijakan dividen. Karena dividen merupakan arus kas keluar, maka semakin besar jumlah kas dan likuiditas perusahaan maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Dengan dimasukkannya likuiditas sebagai variabel moderasi, diharapkan dapat memberikan pengaruh lebih kuat ataupun lebih lemah terhadap pengaruh *agency cost*, *firm size*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen yang diproksi dengan *dividend payout ratio* (DPR).

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data sekunder yaitu data keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2005-2009 yang diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory*, dan mengakses www.idx.co.id. Teknik pengumpulan data dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu pengumpulan data dengan menggunakan metode-metode atau catatan laporan tertulis dari peristiwa yang telah lalu yang didapat dari perusahaan yang digunakan sebagai sampel penelitian.

3.2. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2005 sampai dengan tahun 2009. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *purposive sampling*, yaitu metode pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan kriteria yang ditentukan oleh peneliti. Kriteria perusahaan yang dipakai sebagai sampel penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan telah terdaftar pada BEI dari tahun 2005 sampai 2009.
- b. Perusahaan membagikan dividen selama periode 2005 sampai 2009.
- c. Perusahaan yang memiliki informasi *managerial ownership*, ROA, dan total asset pada periode 2005-2009.

Untuk mengatasi keterbatasan data, penelitian menggunakan *pooled data* (Cooper dan Schindler, 2001 dalam Nuring Sih, 2005). Keterbatasan data terjadi karena di Indonesia tidak banyak perusahaan membayar dividen dan tidak banyak perusahaan yang mengeluarkan kebijakan *managerial ownership*. Teknik *pooled data* dilakukan dengan menjumlahkan seluruh perusahaan yang sesuai kriteria selama 5 tahun pengamatan sehingga dapat meningkatkan *power of test* penelitian.

3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Penelitian ini menggunakan variabel dependen, variabel independen, dan variabel moderasi. Variabel-variabel tersebut adalah sebagai berikut :

1. Variabel dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* (Mollah *et. al.*, 2005). *Dividend payout ratio* merupakan perbandingan antara dividen persaham dengan laba persaham. Pemberian dividen kas akan memberikan sinyal positif kepada investor terhadap prospek suatu saham, karena pembayaran dividen kas mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Namun apabila dividen yang dibagikan kepada pemegang saham mengalami penurunan, akan memberikan sinyal negatif kepada pemegang saham. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio (DPR)* yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen per saham}}{\text{Earning per share}} \dots\dots\dots (1)$$

2. Variabel independen

commit to user

Variabel independen dalam penelitian ini adalah :

a. *Agency Costs*

Agency cost dalam penelitian ini diproksikan dengan kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan (Rozeff, 1982). Kepemilikan manajerial dianggap sebagai salah satu cara untuk meminimalkan *agency cost*, agar mereka mempunyai rasa kepemilikan terhadap perusahaan sehingga tindakan mereka sesuai dengan keinginan pemegang saham. Kepemilikan manajerial merupakan persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris perusahaan (Crutchley & Hansen, 1989). Dalam hubungannya dengan kebijakan dividen, para pemilik saham manajerial lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah. Kepemilikan manajerial dapat diperoleh dengan menghitung:

$$MAN = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki komisaris \& direktur}}{\text{Total Saham}} \dots\dots\dots (2)$$

b. *Firm Size (SIZE)*

Size perusahaan didefinisikan sebagai total penjualan perusahaan pada tahun t yang mencerminkan besarnya kekayaan perusahaan. Penelitian yang dilakukan penulis menggunakan *natural log total asset* sebagai proksi ukuran perusahaan, karena menurut penulis ukuran perusahaan berhubungan dengan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan aset perusahaan.

Menurut Rajan & Zingales (1995) *size* dapat diperoleh dari:

$$\ln \text{ Net total aktiva} \dots\dots\dots (3)$$

c. *Profitabilitas*

Profitabilitas dalam penelitian ini diproksikan dengan ROA, yaitu perbandingan antara penghasilan setelah pajak tahun_{*t*} dengan total aktiva tahun_{*t*}. Rasio ini

menggambarkan hasil akhir dari kebijaksanaan dan keputusan-keputusan operasional perusahaan. Dalam penelitian ini *Return On Assets* (ROA) diformulasikan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}_t}{\text{Total Aktiva}_t} \dots\dots\dots (4)$$

3. Variabel moderasi

Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah tingkat likuiditas perusahaan yang diproksikan dengan *curent ratio* (CR). *Current Ratio* merupakan salah satu ukuran likuiditas yang dihitung dengan membagi aktiva lancar dengan hutang atau kewajiban lancar. Semakin tinggi *Current Ratio* berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (termasuk didalamnya kewajiban membayar dividen kas yang terutang).

3.4. Analisis Data

A. Pengujian Asumsi Klasik

Sebagai syarat pengujian hipotesis dilakukan uji asumsi klasik untuk memastikan bahwa data penelitian valid, tidak bias, konsisten, dan penafsiran koefisien regresi efisien (Gujarati, 2003). Untuk memperoleh model regresi yang memberikan hasil regresi yang baik (*BLUE = Blue Linier Unbiased Estimate*), maka model tersebut perlu diuji asumsi dasar klasik dengan metode *Ordinary Least Square (OLS)* atau pangkat kuadrat terkecil biasa. Model regresi dikatakan *BLUE* apabila tidak terdapat autokorelasi, multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan normalitas. Uji asumsi klasik yang akan dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Uji Normalitas

Uji Normalitas data bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Untuk mendeteksi apakah variabel pengganggu memiliki distribusi normal atau tidak dengan uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S) (Ghozali, 2006). Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis:

H_0 = data residual berdistribusi normal.

H_A = data residual tidak berdistribusi normal.

Suatu regresi yang memiliki distribusi data residual normal apabila hasil dari uji K-S memiliki tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05 ($>0,05$).

2. Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi atau asumsi independensi residual menggunakan metode Durbin-Watson. Uji Durbin-Watson hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (*first order autocorrelation*) dan hanya mensyaratkan adanya *intersept* (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel lag diantara variabel independen. Dimana dalam metodenya dinyatakan jika nilai menunjukkan nilai sekitar angka 2 yang secara umum dijadikan patokan untuk menyimpulkan terjadinya independensi residual (Ghozali, 2006). Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier terdapat korelasi antar residual pada periode t dengan residual periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya (Ghozali, 2006).

3. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2006). Pengujian heteroskedastisitas dengan metode grafik lazim dipergunakan meskipun menimbulkan bias, karena pengamatan antara satu pengamat dengan pengamat lain bisa menimbulkan perbedaan persepsi. Oleh karena itu, penggunaan uji statistik diharapkan menghilangkan unsur bias tersebut. Salah satu uji statistik yang lazim dipergunakan adalah uji Glejser (di samping uji yang lain, misalnya uji Park, atau uji White). Uji Glejser dilakukan dengan meregresikan variabel-variabel bebas terhadap nilai absolut residualnya (Gujarati, 2004). Jika hasil uji menunjukkan bahwa variabel independen signifikan berarti terjadi heteroskedastisitas, begitu pula sebaliknya (Ghozali, 2006).

4. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas/independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2006). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas dalam model regresi dengan melihat nilai *tolerance* dan lawannya nilai *variance inflation factor* (VIF) dari masing-masing variabel bebas. Jika dalam model terdapat multikolinearitas maka model tersebut memiliki kesalahan standar yang besar sehingga koefisien tidak dapat ditaksir dengan ketepatan tinggi. Masalah multikolinearitas juga akan menyebabkan kesulitan dalam melihat pengaruh

antara variabel independen dengan variabel dependen (Ghozali,2006). Menurut Gujarati (2004) metode deteksi multikolinearitas meliputi:

- a. Kolinearitas diduga ketika R² tinggi dan ketika korelasi derajat nol juga tinggi, tetapi tak satupun atau sangat sedikit koefisien regresi parsial yang secara individual penting secara statistik atau dasar pengujian t yang konvensional.
- b. Meskipun korelasi derajat nol yang tinggi mungkin mengusulkan kolinearitas, tidak perlu bahwa mereka tinggi berarti mempunyai kolinearitas dalam satu kasus spesifik.
- c. Orang seharusnya melihat tidak hanya pada korelasi derajat nol tetapi juga koefisien korelasi parsial.
- d. Karena multikolinearitas timbul karena satu atau lebih variabel yang menjelaskan merupakan kombinasi linier yang pasti atau mendekati pasti dari variabel yang menjelaskan lainnya, satu cara untuk mengetahui variabel x mana yang berhubungan dengan variabel x lainnya adalah dengan meregresikan setiap x_i atas sisa variabel x dengan menghitung R² yang cocok yang disebut R_i².

B. Uji Hipotesis

Untuk menguji hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini digunakan model analisis regresi berganda, dengan uji interaksi yang sering disebut *Moderated Regression Analysis* (MRA), yaitu aplikasi khusus regresi berganda linear di mana persamaan regresinya mengandung unsur interaksi (perkalian dua atau lebih variabel independen) dengan rumus persamaan sebagai berikut:

$$\text{MODEL 1 DPR} = \beta_0 + \beta_1 \text{MAN} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{ROA} + e \dots \dots \dots (5)$$

$$\text{MODEL 2 DPR} = \beta_0 + \beta_1 \text{MAN} + \beta_2 \text{CR} + \beta_3 \text{MAN*CR} + e \dots \dots \dots (6)$$

$$\text{MODEL 3 DPR} = \beta_0 + \beta_1 \text{ SIZE} + \beta_2 \text{ CR} + \beta_3 \text{ SIZE*CR} + e \dots \dots \dots (7)$$

$$\text{MODEL 4 DPR} = \beta_0 + \beta_1 \text{ ROA} + \beta_2 \text{ CR} + \beta_3 \text{ ROA*CR} + e \dots \dots \dots (8)$$

Keterangan :

β = Koefisien regresi,
 DPR = *Dividend payout ratio*,
 MAN = *Kepemilikan manajerial*,
 SIZE = *Ukuran Perusahaan*,
 ROA = *Profitabilitas*,
 CR = *Likuiditas*, dan
 e = *Kesalahan pengganggu*.

Metode pengujian terhadap hipotesis yang diajukan dilakukan pengujian secara parsial dan pengujian secara simultan serta analisis koefisien determinasi (R^2) (Ghozali, 2005). Pengujian hipotesis tersebut sebagai berikut:

a. Analisis Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengetahui sampai seberapa besar presentasi variasi variabel bebas pada model dapat diterangkan oleh variabel terikat (Gujarati, 1995). Koefisien determinasi (R^2) dinyatakan dalam persentase yang nilainya berkisar antara $0 < R^2 < 1$. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel independen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel independen. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang (*cross section*) relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan, sedangkan untuk data runtun waktu (*time series*) biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi tinggi.

b. Uji Statistik F

commit to user

Pengujian secara simultan menggunakan uji F (pengujian signifikansi secara simultan). Langkah-langkah yang ditempuh dalam pengujian adalah:

Menyusun hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_1)

$H_0 : \rho = 0$, diduga variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

$H_1 : \rho \neq 0$, diduga variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Menetapkan kriteria pengujian yaitu:

Tolak H_0 jika angka signifikansi lebih besar dari $\alpha = 5\%$

Terima H_0 jika angka signifikansi lebih kecil dari $\alpha = 5\%$

c. Uji Statistik t

Pengujian secara parsial menggunakan uji t (pengujian signifikansi secara parsial). Langkah-langkah yang ditempuh dalam pengujian adalah:

Menyusun hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_1)

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$, diduga variabel independen secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

$H_1 : \beta_1 \neq 0$, diduga variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Menetapkan kriteria pengujian yaitu:

Tolak H_0 jika angka signifikansi lebih besar dari $\alpha = 5\%$

Terima H_0 jika angka signifikansi lebih kecil dari $\alpha = 5\%$

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini menyajikan analisis terhadap data penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya dengan menggunakan teknik-teknik analisis yang telah ditentukan. Sesuai dengan perumusan masalah dan tujuan penelitian yang telah dikemukakan bahwa tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris pengaruh *agency cost*, *firm size*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi. Pengujian hipotesis menggunakan Uji Regresi Linier Berganda dan diproses dengan menggunakan bantuan program SPSS versi 11.50 *for Windows*.

4.1. ANALISIS DATA

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2005-2009 yang diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* dan mengakses www.idx.co.id. Tidak semua perusahaan dijadikan sampel dalam penelitian ini, hanya perusahaan yang memenuhi kriteria yang telah ditentukan saja yang dapat dijadikan sampel penelitian. Teknik pengumpulan data dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu pengumpulan data dengan menggunakan metode-metode atau catatan laporan tertulis dari peristiwa yang telah lalu yang didapat dari perusahaan yang digunakan sebagai sampel penelitian. Penelitian ini merupakan penelitian penjelasan

(*explanatory research*) yang memfokuskan hubungan antara variabel-variabel penelitian dan menguji hipotesis yang dirumuskan.

Dari keseluruhan populasi perusahaan *go public* di Indonesia yang mengeluarkan laporan keuangannya, menghasilkan 112 unit observasi sebagai sampel dalam penelitian ini.

TABEL 4.1
Sampel Penelitian

Keterangan	2005	2006	2007	2008	2009
Perusahaan yang terdaftar di BEI	330	339	343	393	397
Perusahaan yang tidak memenuhi kriteria	308	318	317	372	375
Perusahaan yang memenuhi kriteria	22	21	26	21	22
Jumlah sampel yang akan dianalisis	112				

4.2. DESKRIPTIF DATA

Dengan melakukan perhitungan statistik deskriptif, maka dapat diketahui gambaran tentang data *dividend payout ratio*, *agency cost*, *firm size*, dan profitabilitas. Gambaran mengenai data tersebut dapat dilihat dari tabel 4.2. Tabel di bawah ini memberikan informasi secara ringkas mengenai nilai rata-rata, dan standar deviasi dari data yang menjadi objek penelitian.

TABEL 4.2
Statistik Deskriptif

	Mean	Std. Deviation	N
DPR	27,4527	16,62268	112
ROA	0,0885	0,11695	112
SIZE	14,0754	1,67016	112

MAN	6,6595	11,51722	112
-----	--------	----------	-----

Sumber : Hasil Pengolahan Data (Lampiran)

Berdasarkan tabel 4.2 di atas menunjukkan bahwa nilai rata-rata (*mean*) dari variabel *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 27,4527 dengan standar deviasi sebesar 16,62268. Standar deviasi yang lebih kecil ini menunjukkan bahwa pada variabel DPR memiliki sebaran (*variance*) yang tidak terlalu besar. Pada variabel kepemilikan manajerial (MAN) nilai *mean* sebesar 6,6595 dengan standar deviasi sebesar 11,51722. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel MAN memiliki sebaran yang cukup besar, sehingga investor perlu berhati-hati terhadap variabel tersebut. Nilai *mean* pada variabel *size* sebesar 14,0754 dengan standar deviasi sebesar 1,67016. Besar nilai standar deviasi lebih kecil dari nilai *mean*-nya, sehingga dapat dinyatakan bahwa variabel *size* memiliki sebaran yang tidak terlalu besar. Pada variabel ROA memiliki nilai *mean* sebesar 0,0885 dengan standar deviasi sebesar 0,11695. Nilai standar deviasi yang lebih besar tersebut menunjukkan bahwa pada variabel ROA memiliki sebaran yang cukup besar.

4.3. PENGUJIAN DATA DAN ASUMSI KLASIK

A. Pengujian Normalitas Data

Uji yang digunakan untuk melihat normalitas data yaitu Uji *Kolmogrov-Smirnov*. Jika signifikan hitung (*p-value*) lebih besar dari 0,05 maka data dinyatakan berdistribusi normal. Hasil pengujian dengan menggunakan Uji *Kolmogrov-Smirnov* dapat ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

commit to user

TABEL 4.3
Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		112
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	15,17993966
Most Extreme	Absolute	0,100
Differences	Positive	0,100
	Negative	-0,040
Kolmogorov-Smirnov Z		1,057
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,214

a. Test. Distribution is Normal.
b. Calculated from data.

Dari hasil pengujian dengan Uji *Kolmogorov-Smirnov* pada tabel 4.3. dapat dilihat bahwa variabel *Unstandardized Residual* berdistribusi normal karena nilai signifikansi yaitu 0,214 lebih besar dari taraf signifikansi yaitu 0,05.

B. Uji Multikolinearitas

Untuk mengetahui ada tidaknya multikolinearitas dengan mendasarkan pada *tolerance value* dan *Variance Inflator Factor* (VIF). Apabila *tolerance value* lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF kurang dari 10 maka tidak terdapat multikolinearitas.

TABEL 4.4
HASIL UJI MULTIKOLINEARITAS

Variabel	Tolerance	VIF	Kesimpulan
ROA	0,998	1,004	Tidak terjadi multikolinearitas
SIZE	0,958	1,044	Tidak terjadi multikolinearitas
MAN	0,962	1,040	Tidak terjadi multikolinearitas

Sumber: Hasil pengolahan data (lampiran)

Berdasarkan tabel 4.4. di atas hasil *tolerance value* untuk semua variabel independen bernilai lebih besar dari 0,1 dan nilai untuk VIF semua variabel independen bernilai kurang dari 10, maka dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi ini tidak terdapat gejala multikolinearitas.

C. Uji Autokorelasi

Untuk mendeteksi adanya autokorelasi dapat dilihat dari nilai Durbin-Watson. Panduan mengenai angka Durbin-Watson (D-W) untuk mendeteksi autokorelasi bisa dilihat dalam tabel D-W.

TABEL 4.5
HASIL UJI AUTOKORELASI
Model Summary

Model	R	R Square	Adj. R Square	DW
1	0,407 ^a	0,166	0,143	1,971

a. Predictors: (Constant), MAN, ROA, SIZE

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Hasil pengolahan data (lampiran)

Berdasarkan tabel 4.5. hasil output SPSS di atas, nilai Durbin-Watson (D-W) yaitu sebesar 1,971 sedangkan nilai du sebesar 1,736. Karena nilai D-W lebih besar

commit to user

dari nilai batas atas (du) dan kurang dari nilai (4-1,736) maka dapat disimpulkan bahwa model dalam regresi tidak terdapat autokorelasi.

D. Uji Heteroskedastisitas

Metode yang digunakan untuk menguji ada atau tidaknya heteroskedastisitas adalah dengan melakukan uji glejser. Jika hasil uji menunjukkan bahwa variabel independen signifikan berarti terjadi heteroskedastisitas, begitu pula sebaliknya (Ghozali, 2006).

Tabel 4.6.
HASIL UJI HETEROSKEDASTISITAS

Variabel	t	Sig	Kesimpulan
ROA	-0,189	0,851	Tidak terjadi heteroskedastisitas
Size	1,850	0,067	Tidak terjadi heteroskedastisitas
MAN	2,286	0,724	Tidak terjadi heteroskedastisita

a. Dependent variable: Absu

Berdasarkan hasil uji glejser pada tabel 4.6 di atas dapat dilihat bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai signifikansi di atas 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi heteroskedastisitas.

4.4 Koefisien Determinasi (Uji R^2)

Koefisien Determinasi (Uji R^2) digunakan untuk mengetahui tingkat ketepatan perkiraan dalam analisis regresi. Pada model regresi pertama dapat diketahui besarnya nilai koefisien determinasi yang dihasilkan yaitu sebesar 0,143. Hal ini menunjukkan bahwa sebesar 14,3% *dividend payout ratio* dapat dijelaskan oleh variabel independen yaitu pengaruh *agency cost*, *firm size*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai

variabel moderasi. Sedangkan sisanya 85,7% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

TABEL 4.7
KOEFISIEN DETERMINASI
Model Summary

Model	R	R Square	Adj. R Square	DW
1	0,407 ^a	0,166	0,143	1,971

a. Predictors: (Constant), MAN, ROA, SIZE

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Hasil pengolahan data (lampiran)

4.5 Uji F

Uji f digunakan untuk menguji hubungan antara satu variabel dengan satu atau lebih variabel independen. Hasil uji f sebagai berikut:

TABEL 4.8
HASIL UJI F

Model	Sum of square	df	Mean square	F	Sig
Regression	5093.014	3	1697.67	7.168	0.000

Sumber: Hasil pengolahan data (lampiran)

Berdasarkan tabel di atas dihasilkan nilai f hitung sebesar 7,168 dengan tingkat signifikansi 0,00. Dengan tingkat signifikansi yang kurang dari 0,05 tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *dividend payout ratio*.

4.6. PENGUJIAN HIPOTESIS

Setelah lolos pengujian asumsi klasik selanjutnya dilakukan pengujian seluruh model persamaan untuk menjawab permasalahan yang dihipotesiskan. Langkah pengujian berdasarkan *least square regression*. Yaitu untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan variabel moderasinya. Pengujian terhadap hipotesis ini dilakukan dengan menggunakan model regresi.

1. Pengujian Koefisien Regresi Secara Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk mengetahui variabel independen secara parsial (individu) berpengaruh terhadap variabel dependen, dengan asumsi variabel independen yang lain konstan dan variabel likuiditas sebagai variabel moderasi.

TABEL 4.9

**HASIL UJI
MODEL 1**

Model	B	T	Sig
Constanta	-5,653	-0,441	0,660
MAN	-0,343	-2,653	0,009
SIZE	2,638	2,952	0,004
ROA	19,635	1,569	0,120

Sumber : Hasil pengolahan data (lampiran)

Dari tabel 4.9. hasil Uji t di atas, menunjukkan bahwa:

a. Hipotesis pertama yang diajukan sebagai berikut:

H_{a1} : *Agency cost* (kepemilikan manajerial) berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Variabel MAN mempunyai taraf signifikansi lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,009. Dengan tingkat signifikansi 0,009 yang lebih kecil dari 0,05 disimpulkan

bahwa secara parsial MAN berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini berarti bahwa H_{a1} diterima

b. Hipotesis kedua yang diajukan sebagai berikut:

H_{a2} : *Firm size* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Variabel *size* mempunyai taraf signifikansi lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,004. Dengan tingkat signifikansi 0,04 yang lebih kecil dari 0,05 disimpulkan bahwa secara parsial *firm size* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini berarti bahwa H_{a2} diterima.

c. Hipotesis ketiga yang diajukan sebagai berikut:

H_{a3} : Profitabilitas (*return on assets*) berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Variabel ROA mempunyai taraf signifikansi lebih besar dari 0,05 yaitu 0,120. Dengan tingkat signifikansi 0,120 yang lebih besar dari 0,05 disimpulkan bahwa secara parsial *Return on Assets* (ROA) tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini berarti bahwa H_{a3} ditolak.

TABEL 4.10
HASIL UJI
MODEL 2

Model	B	t	Sig
Constanta	27,248	11,599	0,000
MAN	-0,275	-1,912	0,058
Likuiditas	0,767	1,590	0,115
Moderasi	-0,018	-0,937	0,351

Sumber : Hasil pengolahan data (lampiran)

Dari tabel 4.10. hasil Uji t di atas, menunjukkan bahwa:

d. Hipotesis keempat yang diajukan sebagai berikut:

Ha_{4,1} : Likuiditas memoderasi hubungan antara *agency cost* (MAN) dengan *dividend payout ratio*.

Pada model kedua yang telah menguji pengaruh variabel MAN terhadap DPR dengan likuiditas sebagai variabel moderasi. Variabel moderasi mempunyai taraf signifikansi yang lebih besar dari 0,05 yaitu 0,351. Dengan tingkat signifikansi 0,351 yang lebih besar dari 0,05 disimpulkan bahwa pengaruh MAN terhadap DPR tidak dimoderasi oleh variabel likuiditas.

TABEL 4.11
HASIL UJI
MODEL 3

Model	β	T	Sig
Constanta	-19,236	-1,128	0,262
SIZE	3,159	2,636	0,010
Likuiditas	-0,248	-0,109	0,913
Moderasi	0,69	0,401	0,689

Sumber : Hasil pengolahan data (lampiran)

Ha_{4,2} : likuiditas memoderasi hubungan antara *size* dengan *dividend payout ratio*.

Pada model ketiga tabel 4.11. yang telah menguji pengaruh variabel *size* terhadap DPR dengan likuiditas sebagai variabel moderasi. Variabel moderasi mempunyai taraf signifikansi yang lebih besar dari 0,05 yaitu 0,689. Dengan tingkat signifikansi 0,689 yang lebih besar dari 0,05 dapat disimpulkan bahwa pengaruh *size* terhadap DPR tidak dimoderasi oleh variabel likuiditas.

TABEL 4.12
HASIL UJI
MODEL 4

Model	β	T	Sig
Constanta	-27,683	-10,171	0,000
ROA	15,500	0,847	0,399
Likuiditas	-0,481	-0,626	0,533
Moderasi	1,212	0,196	0,845

Sumber : Hasil pengolahan data (lampiran)

Ha_{4.3} : Likuiditas memoderasi hubungan antara *return on assets* (ROA) dengan *dividend payout ratio*.

Pada model keempat yang telah menguji pengaruh variabel ROA terhadap DPR dengan likuiditas sebagai variabel moderasi. Variabel moderasi mempunyai taraf signifikansi yang lebih besar dari 0,05 yaitu 0,845. Dengan tingkat signifikansi 0,845 yang lebih besar dari 0,05 dapat disimpulkan bahwa pengaruh ROA terhadap DPR tidak dimoderasi oleh variabel likuiditas.

Dengan melihat dari signifikansinya dapat disimpulkan bahwa likuiditas sebagai variabel moderasi tidak memoderasi hubungan variabel *MAN*, *SIZE* dan *ROA* terhadap *dividend payout ratio* dengan nilai signifikansi variabel moderasi diatas 0,05. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa H₄ ditolak.

4.7. PEMBAHASAN

Dari hasil pengujian dengan uji F dapat disimpulkan bahwa model regresi yang diajukan dalam penelitian ini layak digunakan untuk melihat hubungan antara variabel dependen, variabel independen dan variabel moderasi. *commit to user*

Pengaruh Kepemilikan Manajerial (MAN) terhadap *Dividend Payout Ratio*. Nilai koefisien regresi kepemilikan Manajerial (MAN) diperoleh sebesar -0,343 dan t-statistik sebesar -2,653 hal ini berarti apabila kepemilikan manajerial (MAN) naik positif sebesar 1 satuan, dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti penurunan *Dividend Payout Ratio* sebesar -0,343 satuan. Nilai signifikansi kepemilikan manajerial (MAN) yaitu sebesar 0,009 lebih kecil dari taraf signifikansi yaitu 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan manajerial (MAN) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Kepemilikan manajer memiliki peranan penting dalam kebijakan dividen. Semakin tinggi kepemilikan manajer berpengaruh pada pembagian dividen yang semakin rendah, karena laba perusahaan sebagian besar dialokasikan pada laba ditahan untuk membiayai investasi dan untuk mengembangkan perusahaan dengan alasan bahwa sumber dana internal jauh lebih efisien daripada sumber dana eksternal. Selain itu kemungkinan pihak manajerial lebih menyukai *return* berupa *capital gain* daripada dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982); Moh'd *et al.* (1995); Mollah *et al.* (2000); dan Putra (2006).

Pengaruh *Firm Size* terhadap *Dividend Payout Ratio*. Nilai koefisien regresi *firm size* diperoleh sebesar 2,638 dengan t-statistik sebesar 2,952 hal ini berarti apabila *firm size* naik positif sebesar 1 satuan, dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti kenaikan dividen kas sebesar 2,638 satuan. Nilai signifikansi *firm size* yaitu sebesar 0,004 lebih kecil dari taraf signifikansi yaitu 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel *firm size* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Artinya semakin besar ukuran perusahaan maka dividen yang akan dibagikan juga semakin tinggi. Perusahaan dengan asset yang besar memiliki

kemudahan untuk memasuki *capital market* sehingga kebutuhan akan dananya dapat ter-cover dengan baik, sehingga untuk menjaga reputasi maka perusahaan akan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi pula. Selain itu juga karena perusahaan besar dinilai mampu menghasilkan laba yang besar. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Al-Makawi (2008) yang melakukan penelitian di Amman Stock Exchange di Jordan yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil serupa juga diperoleh dari penelitian yang dilakukan oleh Puspita (2009) yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara ukuran perusahaan dengan *dividend payout ratio*.

Pengaruh *Return on Asset* (ROA) terhadap *Dividend Payout Ratio*. Nilai koefisien regresi *Return on Asset* (ROA) diperoleh sebesar 19,635 dengan t-statistik 1,569 hal ini berarti apabila *Return on Asset* (ROA) naik positif sebesar 1 satuan, dengan asumsi variabel lain nilainya tetap, maka akan diikuti kenaikan dividen kas sebesar 19,635 satuan. Artinya semakin besar profitabilitas perusahaan maka akan diikuti dengan kenaikan dividen yang akan dibagikan. Nilai signifikansi *Return on Asset* (ROA) yaitu sebesar 0,120 lebih besar dari taraf signifikansi yaitu 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel *Return on Asset* (ROA) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Pengaruh variabel *agency cost* (MAN), *firm size*, dan profitabilitas (ROA) terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi. Dilihat dari nilai signifikansinya dapat diketahui bahwa variabel likuiditas bukan merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara *agency cost*, *firm size*, dan profitabilitas terhadap *dividend payout ratio* karena nilai signifikansi variabel likuiditas dari ketiga model di atas 0,05. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang

dilakukan oleh Suharli (2007) yang melakukan penelitian terhadap perusahaan di BEI periode 2001-2003 yang menyatakan bahwa likuiditas dapat dijadikan sebagai variabel moderat terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut kemungkinan disebabkan karena pihak manajemen perusahaan menggunakan potensi likuiditas yang ada untuk melunasi hutang jangka pendek ataupun untuk mendanai operasional perusahaan. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kania & Bacon (2005) yang menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap DPR. Hasil serupa juga ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Rahmawati (2007) yang menyatakan bahwa ukuran likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian Hartoyo (2008) menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap DPR. Begitu pula penelitian Handayani (2010) juga menyatakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

BAB V PENUTUP

5.1. KESIMPULAN

Tujuan dari penelitian ini adalah menguji pengaruh *agency cost*, *firm size*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi. Penelitian ini mengambil periode pengamatan selama 5 tahun yaitu dari tahun 2005-2009. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 112 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Berdasarkan uraian pada analisis data dan pembahasan di atas, maka dapat dibuat kesimpulan seperti berikut ini:

1. Hasil dari analisis Uji F menunjukkan bahwa diperoleh nilai F_{hitung} sebesar 7,168 dengan tingkat signifikan 0,000. Karena nilai signifikan F lebih kecil dari 0,05 maka disimpulkan model ini layak memprediksi *Dividend Payout Ratio*. Dengan demikian variabel independen *agency cost*, *firm size* dan profitabilitas secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hasil dari Uji Koefisien Determinasi Adj R^2 sebesar 14,3% *Dividend Payout Ratio* dapat dijelaskan oleh variabel independen *agency cost*, *firm size*, dan profitabilitas. Sedangkan sisanya sebesar 85,7% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.
2. Hasil analisis Uji t, pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial adalah sebagai berikut:

- a Kepemilikan manajerial (MAN) berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini berarti para pemilik saham manajerial lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah.
- b Ukuran Perusahaan (*firm size*) berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Ukuran perusahaan yang besar membuat perusahaan akan terus melakukan pembayaran dividen yang tinggi pula. Karena perusahaan dinilai mampu menghasilkan laba yang besar pula.
- c Profitabilitas (*ROA*) tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.
- d Likuiditas tidak memoderasi pengaruh variabel *agency cost* (MAN), *firm size*, dan profitabilitas (*ROA*) terhadap *dividend payout ratio*.

5.2. KETERBATASAN

Penelitian ini tidak lepas dari keterbatasan-keterbatasan yang dimiliki oleh peneliti. Antara lain sebagai berikut:

1. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, sehingga peneliti tidak bisa mengendalikan dan mengawasi kemungkinan terjadinya kesalahan dalam perhitungan. Kebenaran data sangat bergantung pada keakuratan data pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan akses dari www.idx.co.id.
2. Objek pengamatan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat pada BEI hanya untuk periode 5 tahun yaitu tahun 2005-2009. Dengan demikian penelitian ini memiliki keterbatasan pada periode pengamatan..

commit to user

5.3. IMPLIKASI

Berdasarkan hasil yang diperoleh dalam penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi banyak pihak. Penemuan penelitian mengenai pengaruh *agency cost* melalui kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka mengakibatkan semakin kecilnya dividen yang dibagikan, sehingga perusahaan memiliki sumber dana internal yang relatif lebih besar untuk mengembangkan usaha. Ukuran perusahaan (*firm size*) dan ROA berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, semakin tinggi ukuran perusahaan dan ROA maka semakin besar pula dividen yang akan dibagikan. Likuiditas sebagai variabel moderasi tidak terbukti memoderasi pengaruh *agency cost*, *size*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini diharapkan mampu membantu berbagai pihak untuk dapat memprediksi rasio pembayaran dividen di masa depan dengan memperhatikan ketiga faktor yang menjadi variabel independen dalam penelitian ini. Pihak manajemen perusahaan dapat mempertimbangkan faktor-faktor dalam penelitian ini untuk membantu pengambilan keputusan terkait dengan kebijakan dividen.