

**RASIO UTANG MEMEDIASI PENGARUH KEMAMPULABAAAN  
DAN UKURAN AKTIVA TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN  
(Studi Empiris Pada Perusahaan Perkebunan Kelapa Sawit  
yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)**

**Rudolf Lumbantobing**

Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Krida Wacana, Jakarta

e-mail: [rudolf.tobing@ukrida.ac.id](mailto:rudolf.tobing@ukrida.ac.id)

**ABSTRACT**

*This research explores the influence of the debt policy, profitability and size of asset toward company's dividend policy on oil palm plantation companies which listed in Indonesia Stock Exchange period years 2011-2015. The secondary data used in this research were obtained directly from the company website and the Indonesia Stock Exchange (IDX), which the data collection was conducted by direct observation upon the research object. The data were analyzed using path analysis and logistic regression model. The results showed that the profitability has a significant and negative effect on the debt ratio. Size does not have a significant and positive effect on debt ratio. Profitability has a significant and positive effect on dividend policy. It means that the greater the profitability obtained the greater the probability of paying dividends. Size of asset has significant and positive effect on dividend policy; which proves that the larger the size, the greater the probability of paying dividends. The debt ratio doesn't have a significant and positive effect on dividend policy. Dividend policy is not influenced by the size of leverage of the company. Debt ratio has a significant positively partial mediating effect toward the influence of profitability on dividend policy. Otherwise, debt ratio does not have a significant negatively mediating effect toward the positive effect of Size of asset on dividend policy.*

*Keywords: Debt Ratio, Profitability, Size, Dividend, Path Analysis*

**ABSTRAK**

Penelitian ini mengeksplorasi pengaruh kebijakan utang, kemampuan dan ukuran aktiva terhadap kebijakan dividen perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2015. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh secara langsung dari *website* perusahaan dan Bursa Efek Indonesia. Pengumpulan data dilakukan dengan observasi tidak langsung terhadap objek penelitian yaitu perusahaan kelapa sawit. Data dianalisis dengan menggunakan *path analysis* dan model regresi logistik. Temuan penelitian ini menunjukkan bukti bahwa kemampuan signifikan berpengaruh negatif terhadap rasio utang. Ukuran aktiva tidak signifikan berpengaruh positif terhadap rasio utang. Kemampuan signifikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, yang menunjukkan bukti bahwa semakin besar kemampuan maka semakin besar probabilitas perusahaan membayar dividen. Ukuran aktiva signifikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang berarti semakin besar ukuran aktiva maka semakin besar probabilitas perusahaan membayar dividen. Rasio utang tidak signifikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh *leverage* perusahaan. Rasio utang signifikan memediasi positif secara parsial pengaruh positif kemampuan terhadap kebijakan dividen. Namun, rasio utang tidak signifikan memediasi negatif pengaruh positif ukuran aktiva terhadap kebijakan dividen.

Kata Kunci : Rasio Utang, Kemampuan, Ukuran Aktiva, Dividen, *Path Analysis*

## 1. Pendahuluan

Studi empiris ini merupakan modifikasi dan pengembangan dari tesis Lie Robert Iskandar pada perusahaan emiten perkebunan kelapa sawit dengan replikasi pembeda pada proksi variabel yang digunakan dan periode tahun pengamatan berbeda, dengan tujuan memberikan penguatan, konfirmasi dan diseminasi atas hasil yang diperoleh sebelumnya. Dalam tesisnya, Iskandar (2016) menjelaskan bahwa komoditas kelapa sawit memiliki banyak fungsi dan kebutuhan, baik untuk skala rumah tangga maupun industri. Kelapa sawit menghasilkan jenis minyak sawit (CPO) dan minyak inti sawit (CPKO). Minyak sawit digunakan dalam berbagai produk makanan seperti minyak goreng, mentega putih dan margarin. Minyak inti sawit merupakan bahan baku dalam produksi produk non-makanan yang meliputi sabun, deterjen, perlengkapan mandi, kosmetik dan lilin. Nurdiansyah (2011) menyebutkan dari sejak tahun 2016 Indonesia telah mengalami peningkatan produktivitas dan efisiensi pengolahan kelapa sawit. Pola pertumbuhan luas areal dan produksi komoditas perkebunan kelapa sawit mengalami pertumbuhan luas areal yang spektakuler dari 4,98% menjadi 7,30%

per tahun sehingga pada tahun 2010 mencapai luas lebih dari 8 juta Ha, yang merupakan areal komoditas perkebunan paling luas. Pertumbuhan produksinya juga luar biasa walaupun mengalami pelambatan, yaitu dari 10,15% menjadi 8,09% sehingga produksinya pada tahun 2010 mencapai lebih dari 23,7 juta ton Minyak Sawit dan Minyak Inti Sawit (Iskandar, 2016).

Bagi investor yang menyertakan modalnya pada perusahaan perkebunan kelapa sawit, selain *capital gain* dari investasi sawit mereka juga mengharapkan pembagian dividen atas laba tahunan yang dibukukan oleh perusahaan perkebunan kelapa sawit. Oleh karena itu, kebijakan pembayaran dividen oleh perusahaan kepada investor merupakan sinyal positif bahwa perusahaan dalam kondisi baik. Namun kebijakan dividen ini akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk melakukan reinvestasi dalam rangka pengembangan usaha (Ramasamy *et al.*, 2005).

Terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, diantaranya adalah rasio *leverage* yang dimiliki oleh perusahaan sebagai sumber pendanaan. Ramasamy *et al.* (2005), dan Ross (2009) menyebutkan

bahwa semakin besar proporsi dana perusahaan yang berasal dari utang, maka semakin besar pula risiko yang ditanggung oleh perusahaan sehingga mengakibatkan rasio *leverage* berbanding terbalik dengan profitabilitas atau kemampuan, seperti yang dipaparkan oleh teori *pecking order* (Myers, 1984; Cassar & Holmes, 2003). Lebih lanjut studi Husain *et al.* (2008), dan Lumbantobing (2014, 2016) mengungkapkan bukti empiris bahwa biaya agensi, ukuran aktiva, *leverage* keuangan, pertumbuhan dan kesempatan investasi, signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Sementara, studi Adediran (2013) menemukan bahwa ada hubungan signifikan positif antara kebijakan dividen dengan kemampuan, dengan investasi, dan dengan laba per saham. Dengan demikian penting bagi pihak manajemen perusahaan perkebunan kelapa sawit untuk membuat kebijakan dividen yang baik dalam upaya meningkatkan kemampuan dan minat investasi investor atas perusahaan.

### 1.1 Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan uraian di atas maka pertanyaan penelitian sebagai pokok masalah dalam studi ini adalah: “Apakah

rasio utang memediasi pengaruh kemampuan dan ukuran aktiva terhadap kebijakan dividen perusahaan sampel penelitian ini, yakni perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *listing* di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2015?”

### 1.2 Tujuan Studi

Berdasarkan pertanyaan penelitian di atas, maka tujuan studi ini adalah terjawabnya faktor-faktor determinan yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, yakni: (1) pengaruh kemampuan, ukuran aktiva dan utang terhadap kebijakan dividen, (2) efek mediasi utang pada pengaruh kemampuan dan ukuran aktiva terhadap kebijakan dividen.

## 2. Tinjauan Literatur

Model teori yang digunakan dalam studi ini adalah rasio utang memberikan efek mediasi negatif pada pengaruh kemampuan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Semakin tinggi kemampuan perusahaan maka semakin rendah probabilitas perusahaan melakukan pembayaran dividen yang tinggi ketika rasio utang perusahaan meningkat, *vice-versa*. Dengan kata lain efek positif kemampuan terhadap

kebijakan dividen akan semakin berkurang ketika rasio utang perusahaan semakin meningkat (*pecking order theory*). Sedangkan pada ukuran aktiva, rasio utang memberikan efek positif pada pengaruh ukuran aktiva terhadap kebijakan pembayaran dividen yang tinggi ketika rasio utang perusahaan meningkat, *vice-versa*. Dari model konseptual tersebut akan dieksplorasi dan dibangun suatu model empiris yang menggambarkan hubungan antar variabel-variabel penelitian yang tertuang pada kerangka pemikiran dan pengembangan hipotesis-hipotesis penelitian pada studi ini sebagai berikut:

## **2.1 Hubungan Kemampulabaan dengan Rasio Utang**

Kemampulabaan merupakan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Bagi investor akan sangat berkepentingan dengan analisis kemampulabaan, karena merupakan keuntungan yang benar-benar akan diterima oleh investor dalam bentuk dividen. Lumbantobing (2014) mengutip Cai dan Ghosh (2003) yang menunjukkan validitas *pecking order* bahwa suatu perusahaan hanya akan

melakukan penyesuaian struktur modalnya ke arah rata-rata rasio utang industrinya, ketika rasio utang perusahaan berada di atas rata-rata rasio utang industrinya. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki rasio utang di bawah rata-rata rasio utang industrinya, tidak mempertimbangkan penggunaan utang sebagai prioritas utama sumber pendanaannya. Lumbantobing (2016) menunjukkan bahwa kemampulabaan memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat *leverage*, sekaligus membuktikan keberlakuan teori *pecking order*. Dengan demikian berdasarkan studi yang dilakukan Lumbantobing (2014, 2016), maka dapat dipostulasikan hubungan antara kemampulabaan dengan rasio utang adalah sebagai berikut: “Semakin tinggi kemampulabaan perusahaan maka semakin rendah rasio utang perusahaan”. Berdasarkan hubungan ini maka dapat disusun postulasi hipotesis penelitian pada studi ini sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Kemampulabaan berpengaruh negatif terhadap rasio utang

## **2.2 Hubungan Ukuran Aktiva dengan Rasio Utang**

Kemudahan untuk mengakses pasar modal memungkinkan perusahaan

memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Banyak studi empiris menunjukkan bukti bahwa kebijakan utang perusahaan dipengaruhi positif oleh ukuran aktiva. Lumbantobing (2014) menyebutkan bahwa perusahaan besar yang melakukan diversifikasi cenderung memanfaatkan kapasitas utang yang tinggi. Perusahaan besar cenderung menerbitkan utang lebih besar dibanding perusahaan kecil. Bukti empiris lain yang mendukung diantaranya ditunjukkan oleh Chen dan Strange (2006) bahwa ukuran aktiva berpengaruh positif terhadap *leverage*. Ozkan (2001) menyebutkan bahwa perusahaan-perusahaan besar yang memiliki kemampuan untuk mengembalikan utang-utangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah besar. Berangkat dari hasil studi diatas, maka dapat dipostulasikan hubungan “*semakin besar ukuran aktiva maka akan semakin besar rasio utang*”. Berdasarkan uraian ini maka dipostulasikan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H<sub>2</sub>: Ukuran aktiva berpengaruh positif terhadap rasio utang

### **2.3 Hubungan Kemampulabaan dengan Kebijakan Dividen**

Studi Meilina (2015) dan Iskandar (2016) mengungkapkan bahwa kemampulabaan yang diproksikan dengan *Return on Asset* menggambarkan kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari aktiva yang digunakan untuk operasional perusahaan serta untuk mengetahui kinerja perusahaan berdasarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola aset yang dimiliki. Semakin besar keuntungan yang dimiliki maka semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Berdasarkan uraian ini “*semakin tinggi kemampulabaan maka semakin besar pengembalian investasi berupa pendapatan dividen*”. Dengan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H<sub>3</sub>: Kemampulabaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

### **2.4 Hubungan Ukuran aktiva dengan Kebijakan Dividen**

Meilina (2015) menyebutkan perusahaan besar dan mapan memiliki keyakinan untuk membayarkan dividennya karena memiliki aset yang besar dan modal yang dimilikinya.

Dengan demikian ukuran aktiva berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen artinya semakin besar ukuran aktiva maka semakin tinggi pembagian dividen. Sebaliknya, perusahaan kecil akan mengalokasikan laba ke dalam laba ditahan untuk menambah aktiva perusahaan sehingga perusahaan cenderung membagikan dividen yang rendah. Demikian juga studi Putri (2013), dan Iskandar (2016) yang menunjukkan bukti bahwa ukuran aktiva signifikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan studi mereka maka dapat dipostulasikan hubungan “*Semakin besar ukuran aktiva semakin besar dividen yang dibayarkan*”. Dengan demikian dapat dipostulasikan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H<sub>4</sub>: Ukuran aktiva berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

## **2.5 Hubungan Rasio Utang dengan Kebijakan Dividen**

Rasio utang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membayar semua kewajiban jangka panjang maupun jangka pendek apabila perusahaan dilikuidasi. Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan bahwa

perusahaan dengan leverage yang tinggi menanggung biaya pengawasan tinggi, sehingga perusahaan dengan leverage yang tinggi akan menyediakan informasi lebih komprehensif. Perusahaan yang mempunyai proporsi utang lebih besar dalam struktur modalnya akan mempunyai biaya keagenan yang besar. Oleh karena itu perusahaan yang mempunyai komposisi utang yang tinggi wajib memenuhi kebutuhan informasi yang cukup memadai bagi kreditur.

Efek leverage dapat menguntungkan atau tidak menguntungkan tergantung pada besarnya biaya utang. Ketika biaya utang lebih rendah dari tingkat pengembalian perusahaan, maka pendapatan pemegang saham akan diperbesar. Namun, ketika tingkat pengembalian atas aset perusahaan lebih rendah dari biaya utang, maka leverage akan menguntungkan (Sarkaria dan Shergill, 2000).

Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Ross, 2009). Bagi para pemegang saham, dividen

merupakan tingkat pengembalian investasi. Bagi pihak manajemen, dividen tunai merupakan arus kas keluar, sehingga kesempatan untuk melakukan investasi berkurang. Bagi kreditor, dividen tunai dapat menjadi indikasi mengenai kecukupan kas perusahaan untuk membayar bunga atau bahkan melunasi pinjaman (Bruner *et al.*, 2014). Dengan demikian kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang akan diambil oleh perusahaan, apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau dalam bentuk laba ditahan yang akan digunakan kembali untuk investasi.

Jensen *et al.* (1992), Chen dan Strange (2006), dan Lumbantobing (2016) memberikan bukti dukungan empiris pada teori biaya agensi bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap rasio utang. Dilain pihak, Tong dan Green (2005), menunjukkan bahwa walaupun tidak konsisten dengan teori keagenan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap rasio utang. *Retained earning* yang tinggi dipakai untuk pembiayaan investasi sementara pembayaran dividen perusahaan dibiayai dari utang. Dengan demikian, berdasarkan studi Lumbantobing (2016),

Jensen *et al.* (1992), Chen dan Strange (2006), Tong dan Green (2005) maka dapat dipostulasikan hubungan antara rasio utang dengan kebijakan dividen adalah sebagai berikut: “*Semakin besar utang perusahaan maka akan semakin rendah dividen yang dibayarkan*” dengan postulasi hipotesis penelitian sebagai berikut:

H<sub>5</sub>: Rasio utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

## **2.6 Rasio Utang Memediasi Pengaruh Kemampulabaan Pada Kebijakan Dividen**

Pengujian secara empiris teori *pecking order* seperti pada studi Cai dan Ghosh (2003) dan Lumbantobing (2014, 2016) menunjukkan bukti bahwa kemampulabaan memiliki hubungan negatif dengan rasio utang, dan pengujian teori keagenan yang diungkapkan oleh Jensen *et al.* (1992), Chen dan Strange (2006) dan Lumbantobing (2014, 2016) yang menunjukkan bukti dukungan empiris bahwa kebijakan dividen memiliki hubungan negatif dengan rasio utang, maka dapat dibangun sebuah hubungan yang bersifat transitivitas bahwa kemampulabaan yang tinggi sebagai

sumber pendanaan internal dapat mengurangi rasio utang perusahaan yang selanjutnya berimplikasi pada pembayaran dividen yang rendah, *vice-versa*. Berdasarkan gagasan ini maka dapat disusun postulasi hubungan sebagai berikut: “Efek positif kemampuan terhadap kebijakan dividen akan semakin positif ketika rasio utang rendah, *vice-versa*”. Dengan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H<sub>6</sub>: Rasio utang memediasi positif pengaruh kemampuan terhadap kebijakan dividen.

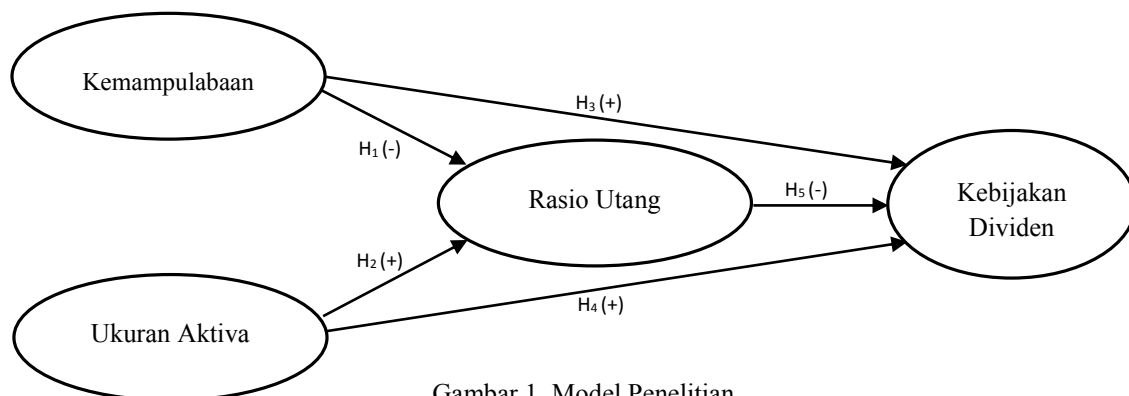
## 2.7 Rasio Utang Memediasi Pengaruh Ukuran Aktiva Pada Kebijakan Dividen

Berdasar hasil studi Chen dan Strange (2006), dan Lumbantobing (2016) yang menunjukkan bukti empiris bahwa ukuran aktiva berpengaruh positif terhadap rasio utang, dan bukti empiris

pada teori keagenan bahwa kebijakan dividen memiliki hubungan negatif dengan rasio utang seperti yang diungkapkan Jensen *et al.* (1992), maka transitivitas hubungan dapat disusun sebagai berikut: Ukuran aktiva yang besar merupakan jaminan aktiva bagi perusahaan untuk memperoleh utang yang tinggi sehingga meningkatkan rasio utang perusahaan yang selanjutnya berimplikasi pada pembayaran dividen yang rendah, *vice-versa*. Berdasarkan gagasan ini dapat disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

H<sub>7</sub>: Rasio utang memediasi negatif pengaruh ukuran aktiva terhadap kebijakan dividen.

Berdasar kerangka pemikiran di atas maka model penelitian hubungan antar variabel pada studi ini dapat digambarkan seperti pada piktograf berikut:



Gambar 1. Model Penelitian  
Sumber: Model penelitian yang dikembangkan pada studi ini



### 3. Metode Penelitian

Sampel target pada studi ini adalah 8 perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan konsisten membayarkan dividen selama periode penelitian 2011-2015.

#### 3.1 Operasionalisasi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel-variabel yang diukur dalam model penelitian ini mencakup:

(1) variabel bebas, yakni

kemampulabaan yang diproksi oleh *return on asset* (ROA), dan ukuran aktiva yang diproksi oleh ukuran perusahaan (SIZE). (2) Variabel perantara (*intervening*), yakni rasio utang atau *leverage* yang diproksi oleh *debt to asset ratio* (DAR), dan (3) variabel terikat, yakni kebijakan dividen (KDIV) yang diukur dengan skala kategori atau *dummy*. Pengukuran untuk setiap variabel yang diteliti tersaji pada Tabel 1 di bawah ini:

Tabel 1. Pengukuran Variabel

| No | Variabel          | Proksi pengukuran   | Skala   |
|----|-------------------|---|---------|
| 1  | Rasio Utang       | Debt to Asset Ratio (DAR) = Total Utang / Total Aktiva  | Rasio   |
| 2  | Kemampulabaan     | Return on Asset (ROA) = Laba bersih / Total Aktiva  | Rasio   |
| 3  | Ukuran Aktiva     | SIZE = Logaritma natural (Total Aktiva)   | Rasio   |
| 4  | Kebijakan Dividen | Dummy 1= melakukan pembayaran dividen, Dummy 0 = tidak melakukan pembayaran dividen. Logit = $\ln(p/1-p)$ | Nominal |

#### 3.2 Teknik Analisis Data

Studi ini menggunakan data sekunder yang diperoleh secara langsung dari *website* perusahaan dan Bursa Efek Indonesia (BEI). Pengumpulan data dilakukan dengan observasi tidak langsung terhadap objek penelitian yaitu perusahaan perkebunan kelapa sawit. Pengamatan yang dilakukan peneliti adalah pengamatan atas laporan keuangan perusahaan. Kemudian data yang diperoleh dianalisis dengan analisis jalur (*path analysis*) dengan teknik

penyelesaian koefisien jalur untuk masing-masing persamaan struktur model regresi berikut:

Persamaan struktur 1:

$$\text{DAR} = \alpha_1 \cdot \text{ROA} + \alpha_2 \cdot \text{SIZE} + \xi_1$$

Persamaan struktur 2:

$$\text{Ln}(P/1-P) = \beta_1 \cdot \text{ROA} + \beta_2 \cdot \text{SIZE} + \beta_3 \cdot \text{DAR} + \xi_2$$

Koefisien jalur untuk persamaan struktur 2 diselesaikan dengan teknik

regresi logistik, dimana P adalah probabilitas perusahaan membayarkan dividen dengan distribusi logit  $P = 1 / (1 + e^{-y})$  dan y menunjukkan frekuensi pembayaran dividen selama periode pengamatan. Semakin besar nilai P maka semakin besar probabilitas perusahaan membayarkan dividen. Pengujian hipotesis penelitian (H<sub>1</sub>-H<sub>5</sub>) dilakukan dengan Uji F dan uji t, sedangkan pengujian hipotesis efek mediasi DAR pada pengaruh ROA dan SIZE terhadap kebijakan dividen (H<sub>6</sub>-H<sub>7</sub>) dilakukan dengan *path analysis*.

### 4.3 Analisis Regresi Berjenjang

#### 4.3.1 Pengujian Koefisien Regresi Persamaan Struktur 1 Rasio Utang

Tabel 2. Uji Anova F untuk Model Persamaan Struktur 1

| Model | R     | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1     | 0,760 | 0,577    | 0,554             | 0,12502                    |

Model Persamaan Struktur 1:  $DAR = \alpha + ROA + SIZE + \xi_1$

| Model |            | Sum of Squares | Df | Mean Square | F      | Sig.  |
|-------|------------|----------------|----|-------------|--------|-------|
| 1     | Regression | 0,789          | 2  | 0,395       | 25,241 | 0,000 |
|       | Residual   | 0,578          | 37 | 0,016       |        |       |
|       | Total      | 1,367          | 39 |             |        |       |

Tabel 3 menunjukkan bahwa variabel ROA signifikan berpengaruh negatif terhadap DAR (hipotesis penelitian H<sub>1</sub> diterima), namun variabel SIZE tidak

## 4. Hasil dan Pembahasan

Dua model persamaan struktur digunakan dan diuji untuk mengeksplorasi efek mediasi variabel rasio utang (DAR) pada pengaruh variabel kemampuan (ROA) dan variabel ukuran aktiva (SIZE) terhadap variabel probabilitas perusahaan membayarkan dividen (KDIV) atau probabilitas logit =  $\ln(p/1-p)$ , seperti tertuang pada hasil pengujian berikut ini:

signifikan berpengaruh positif terhadap DAR berpengaruh positif terhadap DAR (hipotesis penelitian H<sub>2</sub> ditolak).

#### 4.1.2 Pengujian Koefisien Regresi Persamaan Logit Struktur 2 Kebijakan Dividen

Tabel 4 Uji Anova F untuk Model Logistik Persamaan Struktur 2

| Model | R     | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------|----------|-------------------|----------------------------|
| 2     | 0,630 | 0,397    | 0,346             | 1,18422                    |

Model Persamaan Logit Struktur 2 :  $\ln(p/1-p) = \alpha + ROA + SIZE + DAR + \xi_2$

| Model |            | Sum of Squares | Df | Mean Square | F     | Sig.  |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------|
| 2     | Regression | 33,175         | 3  | 11,058      | 7,886 | 0,000 |
|       | Residual   | 50,485         | 36 | 1,402       |       |       |
|       | Total      | 83,661         | 39 |             |       |       |

Tabel 4 menyajikan signifikansi kepastasan model regresi logistik persamaan struktur 2 dengan proporsi variasi kebijakan dividen (KDIV) yang

dapat dijelaskan oleh variasi dari ROA, SIZE dan DAR dalam model sebesar 39,7%.

Tabel 5. Pengaruh ROA, SIZE, dan DAR terhadap Kebijakan Dividen

| Model |            | Unstandardized Coefficients |            | Standardized Coefficients | T      | Sig.  |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|
|       |            | B                           | Std. Error | Beta                      |        |       |
| 2     | (Constant) | -15,062                     | 4,373      |                           | -3,444 | 0,001 |
|       | ROA        | 8,911                       | 3,429      | 0,517                     | 2,599  | 0,013 |
|       | SIZE       | 0,904                       | 0,271      | 0,436                     | 3,337  | 0,002 |
|       | DAR        | -0,086                      | 1,557      | -0,011                    | -0,055 | 0,956 |

Tabel 5 menunjukkan bahwa variabel ROA dan SIZE signifikan berpengaruh positif terhadap variabel kebijakan dividen. Sedangkan variabel DAR tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap variabel kebijakan dividen.

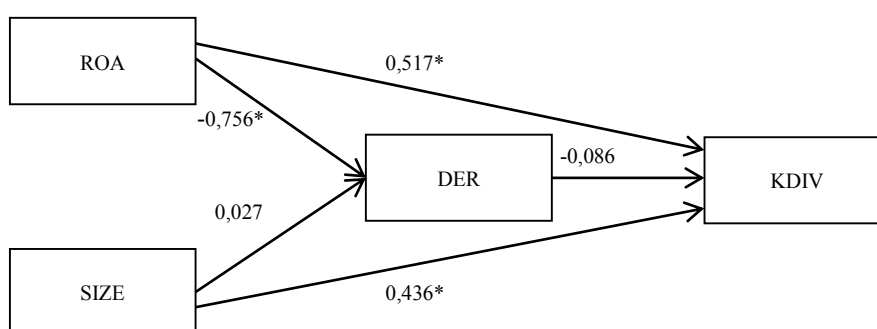
Dengan demikian hasil uji model persamaan regresi logistik struktur 2 memberikan kesimpulan statistik pada penerimaan hipotesis penelitian H<sub>3</sub> dan H<sub>4</sub> yang menyebutkan bahwa probabilitas perusahaan membayar dividen dipengaruhi positif oleh kemampuan dan ukuran aktiva, *vice-versa*. Sementara

hipotesis penelitian H<sub>5</sub> yang menyebutkan bahwa rasio utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, ditolak.

#### 4.4 Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Baron dan Kenny (1986) dalam Supriyono (2005) menyebutkan bahwa suatu variabel berfungsi sebagai variabel pemediasi (*intervening* atau *mediating*) jika: (1) variabel bebas secara signifikan berhubungan dengan variabel pemediasi, (2) variabel pemediasi secara signifikan berhubungan dengan variabel terikat, dan (3) hubungan antara variabel bebas

dengan variabel terikat menurun setelah dikontrol variabel pemediasi. Peran variabel pemediasi dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu: (1) pemediasi parsial, dan (2) pemediasi penuh. Pemediasi parsial terjadi bila setelah variabel pemediasi diperhitungkan maka koefisien regresi total hubungan antar variabel menurun, namun secara statistika masih signifikan. Pemediasi penuh terjadi jika setelah variabel pemediasi diperhitungkan maka koefisien regresi efek total menurun dan secara statistika menjadi tidak signifikan.



Gambar 2. Diagram Jalur ROA dan SIZE terhadap KDIV melalui DER

#### Efek Mediasi DER Pengaruh ROA dan Size terhadap Kebijakan Dividen

Tabel 6. Efek Mediasi DER

| Efek           | ROA     | SIZE   |
|----------------|---------|--------|
| Langsung       | 0,517 * | 0,436* |
| Tidak Langsung | 0,065   | -0,002 |
| Total          | 0,582   | 0,434  |

Dari Gambar 2 dan Tabel 6 di atas terlihat bahwa efek signifikan positif variabel ROA terhadap variabel KDIV

(0,517) semakin positif atau efek total meningkat (0,582) ketika variabel DAR meningkat. Demikian juga terlihat bahwa

efek signifikan positif variabel SIZE terhadap variabel KDIV (0,436) menjadi melemah atau efek total menurun (0,434) ketika variabel DAR meningkat, namun tidak signifikan. Hasil pengujian ini memberi bukti pada penerimaan hipotesis penelitian H<sub>6</sub> yang menyatakan rasio utang memediasi positif pengaruh kemampuan terhadap kebijakan dividen, sedangkan hipotesis penelitian H<sub>7</sub> yang menyatakan rasio utang memediasi negatif pengaruh ukuran aktiva terhadap kebijakan dividen, pada studi ini ditolak.

#### 4.5 Pembahasan

Berdasarkan hasil uji koefisien regresi dan koefisien jalur maka studi ini mengungkap temuan-temuan sebagai berikut:

Kemampulabaan yang diproksi oleh ROA signifikan berpengaruh negatif terhadap rasio utang yang diproksi oleh DAR. Hasil ini mendukung teori *pecking order* yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984). Dengan demikian, semakin tinggi kemampulabaan maka semakin rendah rasio utang perusahaan. Temuan ini mengkonfirmasi hasil studi Cai dan Ghosh (2003), dan Lumbantobing (2016) yang mengungkapkan bahwa kemampulabaan

signifikan berpengaruh negatif terhadap rasio utang. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan kelapa sawit yang *profitable* sumber pendanaan lebih banyak berasal dari laba ditahan.

Ukuran aktiva yang diproksi dengan SIZE tidak signifikan berpengaruh positif terhadap rasio utang. Hasil ini belum mengkonfirmasi hasil studi Low dan Chen (2004), dan Lumbantobing (2014; 2016) yang mengungkapkan teori statis atau teori *balancing* bahwa ukuran aktiva berpengaruh positif terhadap rasio utang. Hasil pengujian hipotesis ini menjelaskan bahwa besarnya pinjaman perusahaan perkebunan kelapa sawit tidak didasarkan pada kalkulasi besarnya aktiva yang dapat dijadikan jaminan (*collateral assets*), sehingga berpotensi meningkatkan konflik keagenan antara kreditur dengan manajer.

Kemampulabaan signifikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian temuan ini berhasil mengungkap bahwa semakin *profitable* perusahaan perkebunan kelapa sawit semakin tinggi probabilitas perusahaan membayarkan dividen. Temuan studi ini mendukung hasil temuan Meilina (2015) dan Iskandar (2016) bahwa kemampulabaan signifikan

berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Temuan studi ini berhasil mengungkap pengaruh signifikan positif ukuran aktiva terhadap kebijakan dividen seperti yang ditunjukkan oleh studi Hussain dan Usman (2013), Meilina (2015), dan Iskandar (2016). Temuan ini memberi bukti bahwa semakin besar aktiva perusahaan maka semakin besar probabilitas perusahaan kelapa sawit membayar dividen.

Rasio utang tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh besar kecilnya rasio utang perusahaan. Dengan demikian probabilitas pembayaran dividen perusahaan kelapa sawit tidak ditentukan oleh tinggi atau rendahnya rasio utang perusahaan. Hasil studi ini belum memberi bukti seperti yang diungkapkan Jensen *et al.* (1992), Chen dan Strange (2006), dan Lumbantobing (2014, 2016).

Hasil studi ini memberi bukti bahwa rasio utang signifikan memediasi parsial secara positif pengaruh kemampuan terhadap kebijakan dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan kelapa sawit yang *profitable* cenderung menggunakan laba yang diperoleh untuk membayar kewajiban

jangka panjangnya; sesuai dengan teori *pecking order* yang ditunjukkan oleh Cai dan Ghosh (2003), dan Lumbantobing (2016), sehingga rasio utang perusahaan menjadi rendah. Rasio utang yang rendah ini merupakan signal bagi investor mengenai *solvency* perusahaan, sehingga minat investor pada saham perusahaan bertambah, dan akhirnya berimplikasi pada probabilitas perusahaan untuk membayar dividen meningkat. Dengan demikian efek positif kemampuan terhadap kebijakan dividen perusahaan kelapa sawit akan semakin positif ketika rasio utang perusahaan rendah. Namun, rasio utang tidak signifikan memediasi negatif pengaruh positif ukuran aktiva terhadap kebijakan dividen perusahaan kelapa sawit sampel penelitian ini.

## 5. Penutup

### 5.3 Simpulan

Hasil pengujian pada kedelapan perusahaan kelapa sawit sampel penelitian ini menunjukkan bukti dukungan empiris terhadap teori *pecking order* dan teori keagenan, seperti ditunjukkan adanya bukti yang signifikan dari pengaruh negatif variabel kemampuan terhadap variabel rasio utang. Demikian juga pengaruh positif yang signifikan dari variabel

kemampulabaan dan variabel ukuran aktiva terhadap variabel kebijakan dividen. Melalui *path analysis* hubungan pengaruh variabel-variabel tersebut dapat didekomposisi menjadi efek langsung dan efek tidak langsung melalui variabel mediasi rasio utang, yang hasil pengujiannya menunjukkan bukti bahwa variabel rasio utang signifikan memediasi positif secara parsial pengaruh variabel kemampulabaan terhadap variabel kebijakan dividen. Namun, variabel rasio utang tidak signifikan memediasi pengaruh variabel ukuran aktiva terhadap variabel kebijakan dividen.

Dengan demikian disimpulkan bahwa perusahaan perkebunan kelapa sawit yang *profitable* dengan rasio utang yang rendah diperkirakan memiliki probabilitas yang tinggi untuk membayar dividen kepada para pemegang sahamnya. Dengan kata lain, efek positif kemampulabaan terhadap kebijakan dividen akan semakin positif ketika rasio utang perusahaan menurun, *vice-versa*.

#### **5.4 Rekomendasi**

Temuan studi ini mengungkap indikasi bahwa kemampulabaan perusahaan sampel penelitian signifikan berpengaruh negatif terhadap rasio utang

dan kebijakan dividen. Demikian juga terungkap bahwa rasio utang memediasi positif pengaruh kemampulabaan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian studi ini memberikan rekomendasi pentingnya pihak manajemen perusahaan sampel penelitian ini untuk meningkatkan kemampulabaan dalam mengelola aktiva perusahaan lebih efisien, efektif, dan lebih selektif dalam penggunaan biaya operasional, sehingga kemampulabaan yang meningkat dapat mengurangi risiko operasional dan *default risk* perusahaan; dan pada akhirnya meningkatkan probabilitas perusahaan membayar dividen.

Studi ini belum berhasil menunjukkan bukti bahwa rasio utang signifikan memediasi negatif pengaruh ukuran aktiva terhadap kebijakan dividen, sehingga solusi atas temuan dari studi ini kepada pihak manajemen agar selektif dalam menggunakan utang untuk kebijakan investasinya tanpa harus mengandalkan besarnya aktiva yang dapat dijadikan jaminan. Besarnya aktiva yang diperoleh dari aktivitas penjualan bersih dan kapasitas produksi dapat diarahkan pemanfaatannya untuk kesempatan tumbuh perusahaan, sehingga diharapkan perusahaan akan memiliki dana yang cukup untuk

membagikan dividen tanpa harus menggunakan instrumen utang untuk pembayarannya. Terkait dengan hal itu, pihak manajemen disarankan untuk menggunakan utang yang berimbang dengan aktiva yang dimiliki karena efektifitas penggunaannya tidak berdampak signifikan pada probabilitas pembayaran dividen perusahaan.

Studi ini masih mengabaikan efek waktu dan hasilnya juga belum mampu mengungkap variabel rasio utang yang diprosikan oleh DAR signifikan memediasi efek positif ukuran aktiva (SIZE) pada kebijakan dividen (KDIV) perusahaan sampel penelitian ini. Oleh

karena itu, agar studi dapat memberikan kualitas hasil yang sesuai dengan teori keagenan, maka untuk agenda penelitian mendatang perlu disarankan untuk penggunaan data panel dan pemilihan proksi-proksi lainnya untuk variabel rasio utang, ukuran aktiva dan dividen, dengan sampel penelitian yang lebih besar dan periode waktu yang lebih panjang. Disarankan untuk menggunakan analisis regresi dengan data panel untuk melihat perbedaan efek waktu dan efek individu, termasuk penggunaan *Sobel test* untuk menganalisis peranan variabel pemediasi, dalam studi ini rasio utang.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Adediran , S.A., & Alade, S.O. (2013). Dividend policy and corporate performance in Nigeria. *American Journal of Social and Management Sciences*, 4(2), 71-77.
- Bruner, Robert F., Kenneth M. E., & Michael J. Schill (2010). *Case Studies in Finance. Managing for Corporate Value Creation*. McGraw-Hill, International Edition.
- Cai, Francis., & Ghosh, Arvin (2003), Test of capital structure theory: A binomial approach. *Journal of Business and Economics Studies*, 9(2), 20-32.
- Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of smes: Australian Evidence. *Journal of Accounting and Finance*, 43(2), 123- 147.



- Chen, Jian., & Strange, Roger. (2005). The determinants of capital structure: Evidence from Chinese listed companies. *Economic Change and Restructing*. 38, 11-35.
- Hussain, Muzzammil., & Usman, Muhammad. (2013). Investment opportunities and dividend yield-(Evidence from KSE). *International Journal of Multidisciplinary Sciences and Engineering*, 4(11), 12-16.
- Jensen, Michael C., & Meckling, W.H. (1976), Theory of firm: Theory of firm managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., & Zorn, T.S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 21, 131-144.
- Iskandar, Lie Robert. (2016). Efek hutang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan pada kebijakan dividen perusahaan perkebunan kelapa sawit yang listed di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2010-2014. *Tesis Magister Manajemen*. Universitas Kristen Krida Wacana (Tidak Dipublikasikan).
- Low, Pek Yee., & Chen, Kung H. (2004). Diversification and capital structure: Some international evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 23, 55-71.
- Lumbantobing, Rudolf (2014). Model persamaan berjenjang struktur modal: pandangan teori trade-off, teori pecking order, teori keagenan, dan teori kontingensi dalam upaya mengoptimalkan struktur modal perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2012. *Proceeding Call For Paper*. Universitas Kristen Maranatha, Bandung, Mei 2014, 5.

- Lumbantobing, Rudolf (2016). Kekuatan financial leverage perusahaan terbuka sebagai replika dasar untuk membangun kreativitas, sinergi dan daya saing industri kreatif di Indonesia. *Proceeding Call For Paper*. Konferensi Nasional Riset Manajemen X, Lombok, 20-22 September, 2016.
- Meilina (2015). Analisis faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dengan size (ukuran perusahaan) sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Negeri Yogyakarta (Tidak Dipublikasi).
- Myers, Stewart C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, Stewart C., & Majluf, Nicholas S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nurdiansyah, Mufid. (2011). Peluang dan Prospek Bisnis Kelapa Sawit di Indonesia. *Lingkungan Bisnis*.
- Putri, Dithi Amanda. (2013). Pengaruh investment opportunity set, kebijakan utang dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Universitas Negeri Padang*, 1-13.
- Ramasamy, Bala., Ong, Darryl., & Yeung, Matthew C.H. (2005). Firm size, ownership and performance in the Malaysian Palm Oil Industry. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. 1, 81-104.
- Sarkaria, M., & Shergill, G.S. (2000). Market structure and financial performance – An Indian evidence with enhanced controls. *Indian Economic Journal*, 48(2), 98–105.

Supriyono, R.A. (2005). Pengaruh variabel perantara kecukupan anggaran dan partisipasi penganggaran terhadap hubungan antara komitmen organisasi dan kinerja manajer di Indonesia. *Jurnal Ekonom Perusahaan*. 12(1), 13-29.

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., Jaffe, Jeffrey., & Jordan, Bradford D. (2009). *Modern Financial Management*, International Edition. Singapore: McGraw-Hill Education.

Tong, Guanqun., & Green, Christoper J. (2005). Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Applied Economics*, 37, 2179-2189.