

## DETERMINAN KEBIJAKAN DIVIDEN BUMN DI AWAL MASA PANDEMI COVID-19 DENGAN LEVERAGE SEBAGAI PEMODERASI

Fajar Rina Sejati<sup>1</sup>, Dian Pertiwi<sup>2</sup>, Titik Ela Anggraeni<sup>3</sup>

<sup>1,2,3</sup>Universitas Yapis Papua, Jayapura, Indonesia

Email korespondensi: <sup>2</sup>diandppertiwi@gmail.com

### Riwayat Artikel:

Diterima:

**3 November 2022**

Direvisi:

**26 Juni 2023**

Disetujui:

**30 Juni 2023**

Klasifikasi JEL:

G32

### Kata kunci:

leverage; likuiditas; kebijakan dividen; profitabilitas; ukuran perusahaan

### Keywords:

*leverage; liquidity; dividend policy; profitability; company size;*

### Cara mensitasi:

Sejati, F. R., Pertiwi, D., Anggraeni, T. E. (2023). Determinan Kebijakan Dividen BUMN Di Awal Masa Pandemi Covid-19 Dengan Leverage Sebagai Pemoderasi. JIAFE (Jurnal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi), 9(1), 27 – 42. DOI: 10.34204/jiafe.v9i1.6754



### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh pada likuiditas, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan leverage terhadap kebijakan dividen di BUMN serta menguji leverage sebagai pemoderasi pengaruh dari masing-masing variabel terhadap kebijakan dividen. Tipe penelitian adalah kuantitatif dengan menggunakan studi kausal. Populasi penelitian adalah seluruh Perusahaan yang terdaftar sebagai BUMN di BEI dengan menggunakan teknik purposive sampling dalam pengambilan sampel. Analisis data menggunakan analisis regresi linier berganda dan analisis regresi moderasi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif sedangkan leverage berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Adapun likuiditas dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil lainnya menunjukkan bahwa leverage mampu memoderasi ke arah negatif hubungan antara likuiditas terhadap kebijakan dividen. Tetapi leverage tidak mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dan ukuran Perusahaan masing-masing terhadap kebijakan dividen di BUMN. Implikasi dari hasil penelitian ini dapat memberikan bahan pertimbangan kepada manajemen Perusahaan terutama BUMN dalam memperhatikan likuiditas, profitabilitas, ukuran perusahaan, serta rasio leverage ketika menentukan kebijakan dividen.

### ABSTRACT

*This study aims to examine the effect of liquidity, profitability, firm size, and leverage on dividend policy in BUMN and examine leverage as a moderating effect of each variable on dividend policy. The type of research is quantitative by using a causal study. The research population is all companies registered as BUMN on the IDX using a purposive sampling technique in sampling. Data analysis using multiple linear regression analysis and moderation regression analysis. The results of this study indicate that profitability has a negative effect while leverage has a positive effect on dividend policy. The liquidity and company size have no effect on dividend policy. Other results show that Leverage is able to moderate the negative relationship between liquidity on dividend policy. However, leverage is not able to moderate the relationship between profitability and company size on dividend policy in BUMN. The implications of this study is that it can provide consideration to company management, especially BUMN in paying attention to liquidity, profitability, company size, and leverage ratios when determining dividend policy.*

## PENDAHULUAN

Pada periode kuartal pertama tahun 2020, pemerintah mengumumkan bahwa penyebaran corona virus telah masuk ke Indonesia. Menindaklanjuti kasus tersebut pemerintah membuat kebijakan mengenai pembatasan sosial berskala besar (Dewi, 2020). Hal ini sangat berdampak bagi jalannya operasional perusahaan karena aktivitas dibatasi. Seiring berjalannya masa pandemi di tahun 2020, ada beberapa BUMN yang menetapkan tidak membagi dividen dengan alasan penguatan modal di masa pandemi. Diantaranya PT Semen Baturaja (Persero) Tbk. (SMBR), PT PP (Persero) Tbk. (PTPP), PT Jasa Marga (Persero) Tbk. (JSMR), PT Adhi Karya (Persero) Tbk. (ADHI), dan PT Wijaya Karya (Persero) Tbk. (WIKA) (Ulfah dkk., 2021).

Beberapa penelitian telah melakukan uji faktor atau determinan dari kebijakan dividen, diantaranya likuiditas, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *leverage* (Akbar & Irham, 2020; Kusumaningtyas dkk., 2019; Nengsih & Lestari, 2020; Prastya & Jalil, 2020; Purba dkk., 2020; Sari dkk., 2019; Syahputra & Ijma, 2020). Likuiditas dapat menunjukkan kapabilitas perusahaan dalam memenuhi liabilitas jangka pendek, yang salah satu jenis liabilitas jangka pendek adalah utang dividen. Penelitian Nengsih & Lestari (2020) menyatakan terdapat pengaruh positif dan signifikan antara likuiditas terhadap kebijakan dividen sedangkan Akbar & Irham (2020) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif namun tidak signifikan. Selain itu hasil yang berbeda juga dinyatakan oleh Purba dkk. (2020) yang mana tidak ada pengaruh yang signifikan antara likuiditas terhadap kebijakan dividen.

Selanjutnya profitabilitas berperan penting dalam memberikan informasi kepada user mengenai kapabilitas perusahaan dalam memperoleh laba melalui rasio yang dihasilkan. Profitabilitas dapat diproksikan dengan ROA. Jika ROA semakin besar, artinya aset perusahaan yang digunakan semakin efisien dalam menghasilkan laba, begitupun sebaliknya (Nurlansyah, 2017). Hasil penelitian oleh Nengsih & Lestari (2020) dan Syahputra & Ijma (2020) menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai efek positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi, Sari dkk. (2019) menyatakan bahwa profitabilitas berefek negatif yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Tidak hanya itu, ukuran perusahaan juga dapat memengaruhi kebijakan dividen, harapannya perusahaan besar lebih berpotensi membayar dividen ketimbang perusahaan kecil. Akbar & Irham (2020) menemukan bahwasanya ukuran perusahaan tidak signifikan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen. Namun, lain halnya dengan Nengsih & Lestari (2020) dan Sari dkk. (2019) yang membuktikan ukuran perusahaan berdampak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Selain itu, rasio *leverage* juga dapat memperkuat hubungan antara faktor-faktor lainnya seperti ukuran perusahaan, profitabilitas dan likuiditas terhadap kebijakan dividen, karena rasio *leverage* menjelaskan kemampuan perusahaan mengelola modal pinjaman dalam bentuk hutang untuk memaksimalkan kegiatan operasional perusahaan sehingga apabila rasio ini semakin baik maka akan membantu rasio-rasio lainnya yang tidak maksimal (Kusumaningtyas dkk., 2019; Prastya & Jalil, 2020). Hasil penelitian oleh Prastya & Jalil (2020) menjelaskan bahwasanya *leverage* mempunyai pengaruh akan kebijakan dividen. Akan tetapi, Kusumaningtyas dkk. (2019) yang menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan penjelasan di atas, masih terdapat perbedaan hasil penelitian dari masing-masing faktor yang dapat memengaruhi kebijakan dividen sehingga masih terdapat *research gap* untuk determinan kebijakan dividen. Untuk itu, penelitian ini dilakukan dengan mengacu pada penelitian Nengsih & Lestari (2020) dengan novelty menambahkan *leverage* sebagai variabel independen dan variabel moderasi. Adapun pertanyaan penelitian ini yaitu apakah likuiditas, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *leverage* masing-masing berpengaruh terhadap kebijakan dividen di BUMN? Apakah *leverage* memoderasi hubungan antara likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan masing-masing dengan kebijakan dividen di BUMN?

Berdasarkan pertanyaan penelitian tersebut maka penelitian ini memiliki tujuan untuk melakukan uji pengaruh pada likuiditas, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *leverage* terhadap kebijakan dividen di BUMN secara parsial. Penelitian ini juga menguji *leverage* sebagai pemoderasi pengaruh dari masing-masing faktor yaitu likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen.

#### KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

##### *Residual Theory of Dividends*

Residual theory of dividends adalah teori bahwasanya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan dianggap sebagai suatu residu yaitu jumlah yang tersisa dari semua peluang investasi yang dapat diterima telah dilaksanakan (Gitman & Zutter, 2015). Dengan demikian saldo laba yang masih tersisa setelah semua investasi dilakukan dapat didistribusikan untuk pembayaran dividen (Livoreka dkk., 2014). Teori ini berasumsi bahwa selama perusahaan masih membutuhkan dana untuk memperkuat ekuitas, dividen kas tidak dibayarkan (Gitman & Zutter, 2015). Dengan demikian, teori ini menganggap bahwa saldo laba adalah sumber pendanaan perusahaan (Anggraini, 2022).

##### *Pecking Order Theory*

Kebijakan dividen juga disebutkan dalam *pecking order theory*. Teori yang dicetuskan oleh Myers & Majluf (1984) memberikan pernyataan bahwasanya perusahaan memiliki preferensi untuk pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal. Perusahaan mendanai aktivitasnya dengan laba ditahan. Apabila saldo laba ditahan tidak mencukupi, maka perusahaan memilih pendanaan dengan utang (Myers, 1984). Dalam teori ini perusahaan perlu membatasi dividen jika terjadi defisit pendanaan bahkan memungkinkan perusahaan untuk tidak membayar dividen jika kas yang digunakan diperoleh dari hasil penjualan sekuritas, walaupun pembayaran dividen adalah sebuah kabar baik untuk investor (Myers & Majluf, 1984).

##### *Firm Life Cycle Theory of Dividends*

Awal mula dari teori ini diajukan oleh Mueller (1972) yang menerangkan jika perusahaan yang *mature* terlalu banyak berinvestasi, maka akan berpengaruh kepada pengurangan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Pemegang saham memiliki preferensi untuk memperoleh dividen ketika perusahaan sudah *mature*, yaitu di mana perusahaan memiliki kemampuan untuk menghasilkan kas yang melebihi kemampuannya dalam memanfaatkan peluang investasi yang memberikan keuntungan. Pemegang saham percaya bahwa jika perusahaan *mature* cenderung berinvestasi secara berlebihan untuk pertumbuhan usaha hasilnya tidak optimal (Bulan dkk., 2007; Mueller, 1972). Akhirnya pilihan yang optimal adalah membagikan arus kas bebas tersebut kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Lain halnya dengan perusahaan baru yang masih membutuhkan kas untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan dari pendanaan internal karena peluang investasi belum cukup menguntungkan sehingga harus menghemat kas bahkan memilih untuk tidak membayar dividen (Bulan dkk., 2007; Miletic, 2015).

##### Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian mengenai kebijakan dividen telah dilaksanakan (Akbar & Irham, 2020; Ginting, 2018; Kusumaningtyas dkk., 2019; Nengsih & Lestari, 2020; Prastyas & Jalil, 2020; Ratmono & Indriyani, 2015; Renitia dkk., 2020). Sesuai dengan *firm life cycle theory of dividends* yang dicetuskan oleh Mueller (1972), perusahaan besar cenderung membagikan arus kas bebasnya dalam bentuk dividen ke pemegang saham. Dividen merujuk pada penghasilan yang akan diterima oleh pemegang saham atas kepemilikan sahamnya pada sebuah perusahaan. DPR (*dividend payout ratio*) dapat digunakan untuk memproksikan kebijakan dividen, yang mana merupakan perbandingan antara nilai dividen per saham dengan laba per saham (Nengsih & Lestari, 2020).

Keputusan perusahaan untuk membagikan dividen dikuasai oleh berbagai situasi. Kondisi keuangan secara internal dalam parameter rasio-rasio keuangan dapat memberikan gambaran kepada manajemen agar dapat menentukan besaran dividen yang dibayarkan (Wahjudi, 2020). Astuti (2020), Nengsih & Lestari (2020), dan Sari dkk. (2019) menyatakan bahwasanya efek likuiditas yang positif dan signifikan terbukti ada terhadap kebijakan dividen. Likuiditas adalah kapabilitas perusahaan untuk menyanggupi liabilitas jangka pendeknya. Angka likuiditas yang bagus meningkatkan probabilitas perusahaan menyanggupi semua liabilitas jangka pendek yang ada termasuk pembayaran dividen ke pemegang saham (Nurlansyah, 2017).

Akbar & Irham (2020), Kusumaningtyas dkk. (2019), Nengsih & Lestari (2020), Prastya & Jalil (2020), Purba dkk. (2020), dan Syahputra & Ijma (2020) juga menemukan bahwasanya profitabilitas memiliki pengaruh positif yang signifikan pada kebijakan dividen. Nilai profitabilitas memiliki atraksi eksklusif, khususnya bagi para pemegang saham atau para calon investor, karena profitabilitas menunjukkan besaran laba yang dihasilkan perusahaan dalam mengoperasikan bisnisnya. Profitabilitas yang tinggi memberikan harapan bahwa penghasilan berupa dividen yang akan diterima oleh pemegang saham juga akan semakin tinggi (Ratmono & Indriyani, 2015; Wahjudi, 2020).

Selain itu beberapa penelitian juga menegaskan bahwasanya ukuran perusahaan berpengaruh pada kebijakan dividen (Nengsih & Lestari, 2020; Prastya & Jalil, 2020; Sari dkk., 2019; Sudiartana dkk., 2020). Ukuran perusahaan merujuk pada pengelompokan besar kecilnya suatu perusahaan sesuai dengan jumlah dari nilai pasar saham, total aset, total penjualan, dan ukuran lainnya. Ukuran perusahaan ini diukur dengan menghitung hasil notasi logaritma alami dari total aset (Nengsih & Lestari, 2020).

Selanjutnya Prastya & Jalil (2020), Sari dkk. (2019), dan Wahjudi (2020) melalui penelitiannya menemukan adanya pengaruh *leverage* atas kebijakan dividen. *Leverage* perusahaan sering diprosikan melalui rasio *Debt to Equity* (DER), rasio ini memperbandingkan total liabilitas perusahaan dengan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Tingginya nilai rasio *leverage* menunjukkan besar pula modal pinjaman yang dibutuhkan untuk mendanai modal sendiri demi menghasilkan keuntungan perusahaan (Noor dkk., 2015).

#### Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Rasio likuiditas menunjukkan kapabilitas perusahaan dalam melunasi liabilitas jangka pendeknya. Pembayaran dividen adalah salah satu tipe liabilitas jangka pendek. Tingginya nilai rasio likuiditas mengindikasikan meningkatnya kapabilitas perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen (Nurlansyah, 2017; Wahjudi, 2020). Perusahaan yang likuiditasnya kurang baik memiliki kecenderungan untuk meminimalisir pembagian dividen, karena laba diprioritaskan untuk menambah modal perusahaan. Sebaliknya, apabila kondisi likuiditas baik, maka pembagian dividen cenderung lebih besar jumlahnya (Nugroho, 2019). Pernyataan ini sejalan dengan *residual theory of dividends* yang mana mengemukakan bahwasanya dividen akan dibayarkan ketika ada kas perusahaan yang tersisa (Livoreka dkk., 2014). Hal ini menunjukkan bahwa rasio likuiditas merupakan faktor yang perlu dipertimbangkan perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen. Ini sesuai dengan hasil Akbar & Irham (2020), Astuti (2020), Nengsih & Lestari (2020), Sari dkk. (2019), dan Wahjudi (2020) yang menemukan bahwa likuiditas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

H<sub>1</sub>: Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

#### Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas mengukur tingkat keberhasilan perusahaan dalam suatu periode dengan laba yang dihasilkan (Nurlansyah, 2017). Kebijakan dividen berkaitan erat dengan laba yang diperoleh perusahaan (Wahjudi, 2020). Laba yang tinggi mengindikasikan peningkatan jumlah dividen yang akan diterima pemegang saham, dan hal ini meningkatkan pula kapabilitas perusahaan untuk membayar dividen. Pada

kondisi yang bertolak belakang, jika laba perusahaan rendah, maka kapabilitas perusahaan membagi dividen terindikasi menurun sehingga jumlah dividen yang dibayar ke pemegang saham terbilang kecil (Nurlansyah, 2017). Pernyataan ini juga sepadan dengan *residual theory of dividends* yang memaklumkan dividen dibayarkan ketika ada kas perusahaan yang tersisa (Livoreka dkk., 2014). Ini berarti profitabilitas menjadi faktor penting dalam menentukan kebijakan dividen. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Akbar & Irham (2020), Kusumaningtyas dkk. (2019), Nengsih & Lestari (2020), Prastya & Jalil (2020), Purba dkk. (2020), dan Syahputra & Ijma (2020) yang membuktikan profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

H<sub>2</sub>: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

#### Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Ukuran perusahaan mendeskripsikan besar kecilnya suatu entitas. Dengan melihat total aset perusahaan dalam laporan keuangan, klasifikasi ukuran perusahaan dapat ditentukan. Semakin besar ukuran perusahaan semakin besar pula kemampuannya dalam membayar dividen. Dalam *firm life cycle theory of dividends*, perusahaan besar (*mature*) akan lebih optimal jika membagikan arus kas bebas berupa dividen ke pemegang saham, sementara itu perusahaan kecil memiliki kecenderungan tidak membayar dividen karena masih membutuhkan pendanaan internal (Miletic, 2015). Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Nengsih & Lestari (2020), Prastya & Jalil (2020), Sari dkk. (2019), dan Sudiartana dkk. (2020) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

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

#### Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Rasio *leverage* memperlihatkan kemampuan perusahaan dalam melunasi utangnya berdasarkan modal yang dimiliki (Noor dkk., 2015). Jika rasio *leverage* besar, maka besar pula dependensi perusahaan kepada pihak eksternal, dalam hal ini kreditur, sehingga menyebabkan semakin besar juga biaya utang yang harus ditanggung. Jika rasio *leverage* kecil maka perusahaan memiliki kemampuan untuk memenuhi pendanaan perusahaan dari modalnya sendiri (Wahjudi, 2020). Peningkatan utang berdampak pada jumlah laba bersih yang tersedia bagi pemegang saham, sehingga berdampak pula pada dividen yang akan diterima (Ginting, 2018). Ini sesuai dengan gagasan *pecking order theory* yang menerangkan bahwasanya perusahaan perlu membatasi dividen jika terjadi defisit pendanaan bahkan memungkinkan perusahaan untuk tidak membayar dividen (Myers & Majluf, 1984). Ini sesuai dengan hasil penelitian Prastya & Jalil (2020), dan Sari dkk. (2019) yang membuktikan bahwa *leverage* memiliki pengaruh atas kebijakan dividen. Wahjudi (2020) juga membuktikan bahwasanya *leverage* memengaruhi kebijakan dividen secara negatif. Dengan demikian, *leverage* juga menjadi faktor determinasi kebijakan dividen namun dengan hubungan yang berbanding terbalik.

H<sub>4</sub>: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

#### *Leverage* Memoderasi Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Noor dkk. (2015) menyatakan bahwa dalam mendanai proyek perusahaan, manajer memiliki preferensi untuk mempergunakan dana internal seperti aset perusahaan, akan tetapi jika sumber internal sudah tidak dapat mengcover proyek perusahaan maka digunakan sumber pendanaan eksternal berupa utang. Dalam *pecking order theory*, perusahaan menganggap bahwa pendanaan berupa utang dianggap lebih aman ketimbang menerbitkan saham baru (Myers, 1984). Jika *leverage* meningkat maka likuiditas juga harus ditingkatkan agar kemampuan membayar liabilitas jangka pendek seperti utang bunga juga dapat dilakukan oleh perusahaan akibat bertambahnya pendanaan pada liabilitas jangka panjang. Apabila

penambahan pendanaan perusahaan yang berasal dari utang menurunkan likuiditas perusahaan, maka hal ini juga memberikan dampak pada kebijakan dividen perusahaan.

H<sub>5</sub>: *Leverage* memoderasi pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen

*Leverage* Memoderasi Pengaruh Profitabilitas Kebijakan Dividen

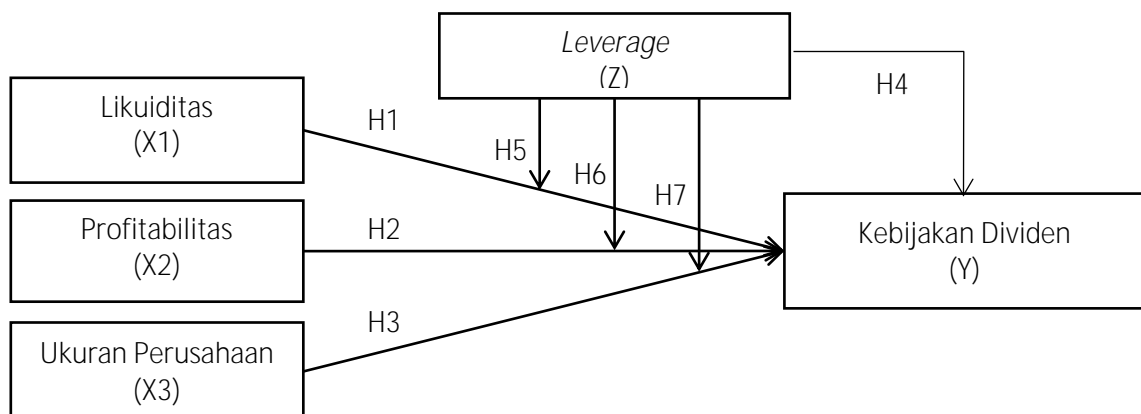
*Pecking order theory* menyatakan jika perusahaan memerlukan pendanaan karena terjadi defisit, maka pendanaan dari utang lebih dipilih untuk dilakukan (Myers & Majluf, 1984). Dengan demikian, jumlah utang dapat semakin besar sehingga berdampak pula pada besarnya pembayaran beban bunga. Beban bunga yang besar akan mengurangi jumlah laba yang diperoleh sehingga dapat berdampak pada penentuan dividen yang dibagi (Nurlansyah, 2017). Ini juga sejalan dengan *residual theory of dividend* yang menyatakan bahwasanya perusahaan akan membayar dividen ketika ada kas yang tersisa sehingga jika laba yang diperoleh kecil maka kemungkinan dividen yang dibayarkan juga kecil (Livoreka dkk., 2014; Nurlansyah, 2017). Dengan demikian, disimpulkan terdapat hubungan antara *leverage* terhadap laba dalam pengukuran profitabilitas perusahaan sehingga dapat memengaruhi kebijakan perusahaan dalam membayarkan dividen kepada pemegang saham.

H<sub>6</sub>: *Leverage* memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen

*Leverage* Memoderasi Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Dalam *firm life cycle theory*, potensi untuk bertumbuh lebih cepat dimiliki oleh perusahaan kecil daripada perusahaan besar. Pertumbuhan perusahaan berbanding lurus dengan kebutuhan pendanaan (Bulan dkk., 2007; Miletic, 2015). Artinya, jika pertumbuhan perusahaan semakin tinggi, maka semakin besar pula dana yang dibutuhkan (Noor et al., 2015). Kecenderungan jumlah laba perusahaan besar lebih tinggi apabila dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal ini dikarenakan tidak tersedia dana internal yang mencukupi untuk membeli aset ataupun lainnya pada perusahaan kecil sehingga membutuhkan dana pinjaman dari pihak luar (Devina & Fidiana, 2019). Dibanding perusahaan kecil, perusahaan besar diuntungkan dengan keleluasaan mengakses pasar modal jika membutuhkan tambahan modal. Oleh sebab itu, pendanaan berupa utang lebih dipilih oleh perusahaan kecil jika pendanaan internal tidak mencukupi, dengan begitu struktur modal dari utang menunjukkan proporsi lebih tinggi (Suryamis & Oetomo, 2014). Berdasarkan teori tersebut, rasio *leverage* memiliki hubungan dengan ukuran perusahaan karena dengan adanya tambahan pendanaan perusahaan dari utang maka akan meningkatkan juga nilai aset perusahaan, dan jika perusahaan makin bertumbuh maka akan memengaruhi jumlah pembayaran dividen ke pemegang saham.

H<sub>7</sub>: *Leverage* memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan studi kausal. Penelitian menggunakan data sekunder berupa informasi pelaporan keuangan BUMN. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan/emiten yang terdaftar sebagai Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di Bursa Efek Indonesia (BEI), tercatat ada 25 perusahaan/emiten yang terdaftar sebagai BUMN.

Sampel diambil menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan yang tercatat masih aktif sebagai Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di Bursa Efek Indonesia, mempublikasikan laporan keuangan, dan membagikan dividen selama periode 2016-2020. Pengukuran variabel menggunakan indikator berdasarkan penelitian dari Nengsih & Lestari (2020) dan Wahjudi (2020). Kebijakan dividen menggunakan indikator *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang nilainya diperoleh dari perbandingan nilai dividen per saham dengan laba per saham. Selanjutnya likuiditas diukur dengan menggunakan *Current Ratio* (CR) yaitu dengan membandingkan aset lancar dengan liabilitas jangka pendek. Kemudian profitabilitas menggunakan indikator *Return on Asset* (ROA) yaitu dengan membandingkan laba neto dengan total aset. Ukuran perusahaan diukur dengan memperhitungkan logaritma alami dari total aset. Untuk *leverage* menggunakan parameter *Debt to Equity Ratio* (DER) yang mana membandingkan total liabilitas dengan total ekuitas.

Setelah data diperoleh, selanjutnya dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Setelah semua uji asumsi telah terpenuhi, dilanjutkan dengan metode analisis regresi linear berganda. Adapun persamaan regresi linear berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

$$= + 1 + 2 + 3 + 4 + (1)$$

Kemudian dilakukan analisis regresi moderasi untuk mengontrol pengaruh variabel moderasi. Model persamaanya adalah sebagai berikut.

$$= + 1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + (2)$$

Dimana keterangan untuk kedua persamaan yaitu DPR merupakan kebijakan dividen; adalah konstanta pada persamaan; b merupakan koefisien regresi variabel independen; CR merepresentasikan likuiditas; ROA merepresentasikan profitabilitas; UP merepresentasikan ukuran perusahaan; DER merepresentasikan *leverage*; dan e adalah tingkat kesalahan. Setelah itu, uji hipotesis dilakukan yang mana terdiri dari uji t, uji moderasi dan uji determinasi. Uji t dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Apabila nilai signifikansi <5% dan arah hipotesis sesuai dengan hasil t hitung, maka hipotesis diterima dan jika nilai signifikansi >5% dan atau arah hipotesis tidak sesuai dengan hasil t hitung, maka hipotesis ditolak. Hasil uji t digunakan untuk menentukan keputusan terhadap penerimaan atau penolakan pada H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub>, H<sub>3</sub>, dan H<sub>4</sub>.

Tabel 1. Rincian Pengambilan Sampel

|  |      |
|--|------|
| BUMN yang aktif di BEI periode 2016-2020                   | 25   |
| BUMN yang mempublikasikan laporan keuangannya              | 25   |
| BUMN yang tidak membagikan dividen                         | (3)  |
| BUMN yang memiliki data lengkap sesuai kriteria            | 22   |
| BUMN yang dieliminasi (tidak lolos uji asumsi klasik)      | (16) |
| Jumlah sampel perusahaan setelah dieliminasi               | 6    |
| Jumlah data sampel yang diolah<br>(6 perusahaan x 5 tahun) | 30   |

Uji moderasi dilakukan untuk menguji keberadaan variabel moderasi terhadap hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Jika nilai signifikansi <5%, maka hipotesis diterima dan jika nilai signifikansi >5%, dengan memperhatikan hasil t hitung untuk menentukan apakah kemampuan memoderasi variabel Z memperkuat atau memperlemah variabel X terhadap Y. Hasil uji moderasi untuk menentukan hasil uji hipotesis pada H<sub>5</sub>, H<sub>6</sub>, dan H<sub>7</sub>. Kemudian dilakukan uji determinasi untuk menentukan kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Semakin besar nilai Adjusted R<sup>2</sup>, semakin besar pula kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Berdasarkan data pada Tabel 2, dapat diketahui bahwa *n* atau jumlah data pada setiap variabel yaitu 30 data dari 6 BUMN di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020. Hasil analisis deskriptif menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen melalui rasio DPR, variabel likuiditas melalui rasio CR, variabel profitabilitas melalui rasio ROA, variabel ukuran perusahaan yang diukur dengan *Log Natural*Total Aktiva, serta variabel *leverage* melalui rasio DER, memiliki tingkat variasi data yang tinggi yang mana berarti sudah mewakili kondisi keseluruhan populasi yang dipilih.

### Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang dilakukan dalam penelitian ini terdiri dari uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Hasil uji normalitas menunjukkan nilai *Kolmogorov-Smirnov* adalah 0,137 dengan nilai signifikansi atau *asympt.sig* sebesar 0,156, dengan demikian data dalam penelitian ini terdistribusi secara normal. Hasil uji multikolinieritas menunjukkan bahwa data penelitian tidak terjadi multikolinieritas yang mana nilai VIF dari keempat variabel independen >10. Hasil uji autokorelasi juga menunjukkan bahwa tidak terjadi autokorelasi pada model regresi karena nilai DW yang dihasil sebesar 1,626 yang berarti berada diantara -2 s.d. 2. Selain itu, hasil uji heteroskedastisitas dengan *scatterplot* menunjukkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas. Dengan demikian model regresi dalam penelitian ini dapat digunakan karena telah lulus uji asumsi klasik.

### Analisis Regresi Linear Berganda

Adapun hasil analisis regresi linier berganda disajikan dalam Tabel 3. Dengan demikian, persamaan regresinya adalah sebagai berikut.

$$= 2,700 + 0,070 \quad - 49,760 \quad - 0,113 \quad + 0,158 \quad + \quad (3)$$

### Uji Hipotesis

Adapun hasil uji t disajikan dalam Tabel 4. Berdasarkan dari hasil persamaan regresi dibuatlah hasil uji hipotesis secara parsial.

Tabel 2.Statistik Deskriptif

| Variabel | Jumlah Data (N) | Minimum | Maksimum | Rata-Rata | Standar Deviasi |
|----------|-----------------|---------|----------|-----------|-----------------|
| DPR      | 30              | 0,0132  | 2,6631   | 0,494333  | 0,4969741       |
| CR       | 30              | 0,3000  | 4,6600   | 1,836803  | 1,2257394       |
| ROA      | 30              | 0,0006  | 0,0261   | 0,014743  | 0,0074276       |
| UP       | 30              | 16,8131 | 21,1366  | 19,601820 | 1,3871573       |
| DER      | 30              | 0,8796  | 6,6113   | 3,885697  | 2,1867047       |



Namun, sebelumnya harus diketahui terlebih dahulu nilai t tabel sebagai pembanding dari nilai t hitung dalam dasar pengujian hipotesis. Rumus mencari t tabel adalah n-k atau jumlah data (n) adalah 30 dan jumlah variabel penelitian (k) adalah 5 (X, Z dan Y) dengan signifikansi 0,05, maka nilai t tabel yang diperoleh adalah 1,708.

Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil uji hipotesis untuk  $H_1$  menunjukkan nilai t hitung sebesar 0,955 yaitu lebih kecil dari nilai  $t_{tabel}$  sebesar 1,708 dan nilai signifikansi sebesar 0,349 yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, hal ini berarti bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020, sehingga hipotesis pertama ( $H_1$ ) ditolak.

Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil uji hipotesis untuk  $H_2$  menunjukkan nilai t hitung sebesar -4,328 dengan arah negatif yang lebih besar dari nilai  $t_{tabel}$  sebesar 1,708 dan nilai signifikansi 0,000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, hal ini berarti bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020, sehingga hipotesis kedua ( $H_2$ ) ditolak.

Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil uji hipotesis untuk  $H_3$  menunjukkan nilai t hitung sebesar -1,902 dengan arah negatif yang lebih besar dari nilai  $t_{tabel}$  sebesar 1,708 dan nilai signifikansi 0,069 yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, hal ini berarti bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020, sehingga hipotesis ketiga ( $H_3$ ) ditolak.

Hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil uji hipotesis untuk  $H_4$  menunjukkan nilai t hitung sebesar 3,699 dengan arah positif yang lebih besar dari nilai  $t_{tabel}$  sebesar 1,708 dan nilai signifikansi 0,001 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Dengan demikian, hal ini berarti bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020, sehingga hipotesis keempat ( $H_4$ ) ditolak.

#### Pengujian Moderasi

Data pada Tabel 6 menunjukkan bahwa hasil dari Moderasi1 ( $X_1 * Z$ ) yang merupakan interaksi antara variabel Likuiditas ( $X_1$ ) dan *Leverage* ( $Z$ ) diperoleh nilai t hitung sebesar -2,348 dengan arah negatif dan signifikansi sebesar  $0,028 < 0,05$ , maka hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel moderasi pertama ( $X_1 * Z$ ) mampu memberikan pengaruh yang signifikan ke arah negatif atau dengan kata lain, variabel *leverage* memperlemah hubungan antara likuiditas dengan kebijakan dividen. Dengan demikian, variabel *leverage* mampu memoderasi ke arah negatif (memperlemah) hubungan antara likuiditas terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis kelima ( $H_5$ ) diterima.

Tabel 3. Analisis Regresi Linear Berganda

| Variabel                         | Koefisien Regresi (B) | Nilai t hitung | Signifikansi |
|----------------------------------|-----------------------|----------------|--------------|
| Keb. Dividen ( <i>Constant</i> ) | 2,700                 |                |              |
| Likuiditas (CR)                  | 0,070                 | 0,955          | 0,349        |
| Profitabilitas (ROA)             | -49,760               | -4,328         | 0,000        |
| Ukuran Perusahaan (UP)           | -0,113                | -1,902         | 0,069        |
| <i>Leverage</i> (DER)            | 0,158                 | 3,699          | 0,001        |

Kemudian hasil dari Moderasi2 ( $X2*Z$ ) yang merupakan perkalian antara variabel Profitabilitas ( $X2$ ) dan *Leverage* ( $Z$ ) diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,119 yang artinya nilai signifikansi berada di atas probabilitas 0,05 menunjukkan bahwa variabel moderasi kedua ( $X2*Z$ ) tidak berpengaruh signifikan. Dengan demikian, variabel *leverage* tidak mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis keenam ( $H_6$ ) ditolak.

Kemudian hasil dari Moderasi3 ( $X3*Z$ ) yang merupakan perkalian antara variabel Ukuran Perusahaan ( $X3$ ) dan *Leverage* ( $Z$ ) diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,267 yang artinya nilai signifikansi berada di atas probabilitas 0,05 menunjukkan bahwa variabel moderasi ketiga ( $X3*Z$ ) tidak berpengaruh signifikan. Dengan demikian, variabel *leverage* tidak mampu memoderasi hubungan antara ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis ketujuh ( $H_7$ ) ditolak

Nilai koefisien determinasi (*Adjusted R Square*) yang diperoleh sesuai dengan data pada Tabel 7 sebesar 0,441, artinya variabel independen yang terdiri dari likuiditas, profitabilitas, ukuran perusahaan dan *leverage* mampu memberikan kontribusi pengaruh terhadap variabel kebijakan dividen sebesar 44,1%, sedangkan sisanya yaitu sebesar 55,9% adalah kontribusi dari variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Dengan demikian, likuiditas, profitabilitas, ukuran perusahaan dan *leverage* merupakan faktor-faktor penting yang perlu diperhatikan dalam memengaruhi kebijakan dividen dalam BUMN di Bursa Efek Indonesia, akan tetapi perlu ditinjau lebih lanjut faktor-faktor lainnya yang juga dapat memberikan kontribusi pengaruh terhadap kebijakan dividen tersebut.

## Pembahasan

### Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji regresi linear berganda membuktikan bahwa variabel likuiditas tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen pada BUMN di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2016-2020. Oleh sebab itu, likuiditas yang diprosikan oleh *Current Ratio* (CR) bukan menjadi faktor utama yang dapat memengaruhi kebijakan dividen, sehingga baik tinggi maupun rendahnya rasio likuiditas, maka tidak akan memengaruhi tinggi-rendahnya kebijakan dividen di BUMN yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Sehingga disimpulkan  $H_1$  ditolak.

Masa pandemi covid dapat menjadi kondisi tertentu yang memungkinkan likuiditas tidak berpengaruh atas kebijakan dividen. Prihastuti dkk. (2021) menyatakan bahwasanya rata-rata BUMN memiliki kemampuan untuk melunasi liabilitas jangka pendeknya di masa pandemi walaupun kemampuan tersebut di bawah rata-rata standar nilai *current ratio* industri. Ini sejalan dengan temuan Renitia dkk. (2020) yang membuktikan bahwa walaupun beberapa perusahaan menetapkan untuk tidak membagi dividen di masa pandemi, tetapi masih ada sebagian besar perusahaan yang tetap membagikan dividen. Implikasi teoritis menunjukkan bahwa hasil penelitian tidak selaras dengan *residual theory of dividends* yang mengemukakan bahwasanya perusahaan akan membayar dividen dari kas yang tersisa setelah semua peluang investasi dan kewajiban dipenuhi (Gitman & Zutter, 2015).

Tabel 4. Hasil Uji t

| Variabel               | t hitung | t tabel | Signifikansi | Keterangan    |
|------------------------|----------|---------|--------------|---------------|
| Likuiditas (CR)        | 0,955    | 1,708   | 0,349        | $H_1$ ditolak |
| Profitabilitas (ROA)   | -4,328   | 1,708   | 0,000        | $H_2$ ditolak |
| Ukuran Perusahaan (UP) | -1,902   | 1,708   | 0,069        | $H_3$ ditolak |
| <i>Leverage</i> (DER)  | 3,699    | 1,708   | 0,001        | $H_4$ ditolak |

Jika rasio likuiditas tinggi maka diasumsikan bahwa terdapat sisa kas dalam jumlah besar sehingga perusahaan mampu untuk membayar dividen, namun ternyata hasil penelitian ini menunjukkan bahwasanya likuiditas tidak memengaruhi kebijakan dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan beberapa penelitian terdahulu yang dilaksanakan oleh Prasty & Jalil (2020) dan Syahputra & Ijma (2020) yang menemukan bahwasanya likuiditas tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

#### Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji regresi linear berganda membuktikan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen pada BUMN di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2016-2020. Sehingga disimpulkan bahwa  $H_2$  ditolak. Implikasi teoritis menunjukkan bahwa hasil penelitian tidak selaras dengan *residual theory of dividends* yang mengemukakan bahwasanya dividen akan dibayarkan ketika ada kas perusahaan yang tersisa setelah semua peluang investasi dan kewajiban dipenuhi (Gitman & Zutter, 2015). Jika rasio profitabilitas tinggi maka tingkat perolehan laba tinggi dan diasumsikan bahwa terdapat sisa kas dalam jumlah besar sehingga perusahaan mampu untuk membayar dividen, namun pada kenyataannya hasil penelitian ini menunjukkan profitabilitas tidak berpengaruh positif melainkan berpengaruh negatif atas kebijakan dividen.

Profitabilitas akan menunjukkan efektivitas pengelolaan aset terhadap modal yang dimiliki dalam menghasilkan laba perusahaan. Besarnya rasio profitabilitas mengindikasikan tingkat performa yang baik yang dapat dilihat melalui tingkat pengembalian investasi yang semakin besar. Untuk itu, peningkatan profitabilitas dapat meningkatkan harapan pembayaran dividen kas dalam jumlah besar (Angraini & Wihandaru, 2015). Namun demikian, hasil penelitian ini menunjukkan arah negatif karena dipengaruhi oleh kondisi pandemi. Beberapa perusahaan tidak membagikan dividen di masa pandemi dengan alasan untuk menjaga kestabilan operasional perusahaan. Sehingga walaupun profit meningkat, dividen belum dibagikan (Renitia dkk., 2020). Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Sari dkk. (2019) yang membuktikan bahwasanya profitabilitas memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

#### Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji regresi linear berganda membuktikan bahwa variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen pada BUMN di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2016-2020. Dengan demikian, ukuran perusahaan yang diprosikan oleh *Log Natural* dari Total Aktiva bukan merupakan faktor utama yang dapat memengaruhi kebijakan dividen, oleh karena itu baik tinggi rendahnya ukuran perusahaan, maka tidak akan memengaruhi tinggi rendahnya kebijakan dividen pada BUMN di Bursa Efek Indonesia.

Ukuran perusahaan tidak berarti menjamin suatu perusahaan membagi laba ke pemegang saham berupa dividen tunai. Perusahaan terkadang memiliki preferensi untuk menahan laba karena saldo laba (*retained earning*) menjadi salah satu sumber pendanaan utama untuk mendanai pertumbuhan dan perkembangan perusahaan (Swastyastu dkk., 2014).

Tabel 6. Hasil Uji Moderasi

| Variabel            | Nilai t hitung | Signifikansi | Keterangan              |
|---------------------|----------------|--------------|-------------------------|
| Moderasi1 (CR*DER)  | -2,348         | 0,028        | H <sub>5</sub> diterima |
| Moderasi2 (ROA*DER) | -1,620         | 0,119        | H <sub>6</sub> ditolak  |
| Moderasi3 (UP*DER)  | -1,140         | 0,267        | H <sub>7</sub> ditolak  |

Idawati & Sudiartha (2013) menjelaskan tidak berpengaruhnya ukuran perusahaan atas kebijakan dividen dimungkinkan karena kondisi ekonomi yang belum stabil. Akibatnya, dana yang dikelola perusahaan menjadi tidak efektif sehingga berdampak pada pemerolehan laba yang tidak maksimal. Kondisi ini membuat perusahaan, baik skala kecil maupun besar, untuk fokus pada pertumbuhannya. Dengan demikian ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh pada pembagian dividen (Idawati & Sudiartha, 2013).

Ini tidak sepehaman dengan gagasan *firm life cycle theory of dividends* yang menerangkan perusahaan besar (*mature*) akan lebih optimal jika membagikan arus kas bebas ke pemegang saham yang berupa dividen, dan perusahaan kecil memilih tidak membayar dividen karena lebih fokus memanfaatkan peluang investasi untuk menggunakan pendanaan dalam memaksimalkan operasional usaha sehingga dapat mengalami pertumbuhan (Miletic, 2015). Pada masa pandemi covid, aktivitas perusahaan terganggu sehingga berdampak pada pertumbuhan perusahaan yang melambat. Untuk itulah beberapa perusahaan memutuskan tidak membagikan dividen di masa pandemi (Renitia dkk., 2020). Hal ini menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan tidak memengaruhi kebijakan dividennya. Hasil penelitian ini konsisten dengan Akbar & Irham (2020) yang menyatakan ukuran perusahaan tidak berpengaruh positif signifikan atas kebijakan dividen.

#### Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji regresi linear berganda membuktikan bahwa *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada BUMN di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2016-2020. Dengan demikian, disimpulkan bahwa  $H_4$  ditolak. *Leverage* berpengaruh signifikan artinya bahwa nilai *leverage* akan memengaruhi penentuan kebijakan dividen. Jumlah utang yang tinggi membuat manajemen untuk mengutamakan pembayaran liabilitas terlebih dahulu sebelum menentukan jumlah dividen yang akan dibayar ke pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa tingginya rasio *leverage* ini maka akan membuat penentuan jumlah dividen menjadi semakin rendah, begitupun sebaliknya tingkat *leverage* yang rendah dapat mengindikasikan pembagian dividen yang besar (Azizah dkk., 2020). Namun demikian, ternyata hasil uji menunjukkan bahasanya terdapat hubungan pengaruh yang positif diantara *leverage* dan kebijakan dividen.

Dalam *pecking order theory*, perusahaan perlu membatasi dividen jika terjadi defisit pendanaan bahkan memungkinkan perusahaan untuk tidak membayar dividen (Myers & Majluf, 1984). Berdasarkan hasil yang diperoleh, terdapat kemungkinan perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* tinggi membayar dividen, jika defisit keuangan tidak terjadi. Prihastuti dkk. (2021) menemukan bahwa kinerja dari rasio *leverage* (solvabilitas) BUMN di masa pandemi masih dikategorikan baik karena berada di atas standar rata-rata industri. Ini membuktikan bahwasanya komposisi ekuitas pada struktur modal masih lebih besar dibandingkan utang. Dengan demikian, kondisi ini masih memungkinkan perusahaan untuk membayar dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penemuan Prastya & Jalil (2020) dan Sari dkk. (2019) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

#### *Leverage* Memoderasi Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji moderasi membuktikan bahwa variabel *leverage* mampu memoderasi ke arah negatif (memperlemah) pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen pada BUMN di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2016-2020.

| Tabel 7. Uji Determinasi ( $R^2$ ) |
|------------------------------------|
| Nilai <i>Adjusted R Square</i>     |
| 0,441                              |

Dengan demikian, *leverage* merupakan salah satu faktor yang dapat memengaruhi hubungan likuiditas terhadap kebijakan dividen ke arah negatif, sehingga tingginya *leverage* akan memperlemah pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen pada BUMN di Bursa Efek Indonesia.

*Pecking order theory* bergagasan bahwa pendanaan proyek perusahaan akan mengutamakan penggunaan dana internal. Namun jika dana internal tidak dapat mengcover proyek, maka pendanaan eksternal dibutuhkan dengan preferensi berupa pinjaman atau utang (Noor dkk., 2015). Perusahaan beranggapan pendanaan dari utang lebih aman ketimbang menerbitkan saham baru (Myers, 1984). Ini berarti jika *leverage* meningkat maka likuiditas berpotensi untuk menurun karena adanya penambahan liabilitas jangka pendek akibat penambahan liabilitas jangka panjang, yaitu utang bunga. Hal ini dapat memengaruhi jumlah pembayaran dividen dikarenakan perusahaan memprioritaskan pembayaran liabilitas terlebih dahulu sebelum membagikan dividen (Myers & Majluf, 1984).

#### *Leverage* Memoderasi Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji moderasi membuktikan bahwa variabel *leverage* tidak memoderasi pengaruh profitabilitas atas kebijakan dividen pada BUMN di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2016-2020. Dengan demikian, *leverage* bukan merupakan faktor yang dapat memengaruhi hubungan profitabilitas atas keputusan kebijakan dividen perusahaan. Dengan begitu, tinggi rendahnya *leverage* tidak akan memengaruhi tinggi rendahnya pengaruh profitabilitas atas kebijakan dividen pada BUMN di Bursa Efek Indonesia.

*Pecking order theory* menerangkan, pada saat perusahaan memerlukan pendanaan karena terjadi defisit, maka pendanaan dari utang lebih dipilih untuk dilakukan (Myers & Majluf, 1984). Dengan demikian, jumlah utang dapat semakin besar sehingga berdampak pula pada besarnya pembayaran beban bunga. Beban bunga yang besar akan menurunkan perolehan jumlah laba sehingga akan berdampak pada penentuan dividen yang dibagi (Nurlansyah, 2017). Namun demikian, hasil menunjukkan *leverage* tidak mampu memoderasi hubungan profitabilitas terhadap kebijakan dividen karena dampak yang timbul akibat adanya penambahan beban bunga dari penambahan utang tidak memengaruhi profitabilitas perusahaan. Ini konsisten dengan temuan Ramadhani & Ningrati (2021) yang mana menyatakan *leverage* tidak memiliki pengaruh atas profitabilitas sehingga *leverage* tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

#### *Leverage* Memoderasi Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji moderasi membuktikan bahwa variabel *leverage* tidak memoderasi pengaruh ukuran perusahaan atas kebijakan dividen pada BUMN di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2016-2020. Dengan demikian, *leverage* bukan merupakan faktor yang dapat memengaruhi hubungan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Oleh sebab itu, tinggi rendahnya *leverage* tidak akan memengaruhi tinggi rendahnya pengaruh ukuran perusahaan atas penetapan kebijakan dividen di BUMN yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.

*Leverage* tidak mampu memoderasi pengaruh ukuran perusahaan atas kebijakan dividen karena perusahaan besar maupun kecil tidak bergantung pada modal pinjaman atau utang, akan tetapi lebih memilih untuk bergantung pada penggunaan modal sendiri atau aset untuk menghasilkan profit yang tinggi dan dapat dibagikan dalam bentuk dividen. Dalam *firm life cycle theory*, kesanggupan membayar dividen cenderung dimiliki oleh perusahaan besar sehingga tidak bergantung pada utang (Bulan dkk., 2007). Ini konsisten dengan penelitian Sekartaji & Farida (2017) yang membuktikan tidak ada hubungan pengaruh antara ukuran perusahaan dan *leverage*, sehingga tidak mampu memoderasi pengaruh ukuran perusahaan atas kebijakan dividen.

## KESIMPULAN

Masa pandemi merupakan masa yang memiliki dampak khusus terhadap aktivitas perusahaan. Jika hasil penelitian terdahulu menyatakan likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ketiga faktor tersebut tidak berpengaruh positif. Begitu pula dengan *leverage* yang mana menunjukkan pengaruh positif bukan negatif. Secara teoritis hasil penelitian ini tidak sejalan dengan *residual theory of dividends*, *pecking order theory*, dan *firm life cycle theory of dividends*. Ketidakpastian kondisi ekonomi pada masa pandemi membuat hasil kebijakan dividen BUMN berbeda-beda.

Implikasi praktis sesuai dengan temuan hasil penelitian diketahui bahwa profitabilitas menurunkan probabilitas perusahaan untuk membagi dividen ke pemegang saham, karena ada kecenderungan untuk menahan laba sebagai ekspansi modal, dan bukan untuk dibagikan. Sementara, likuiditas dan ukuran perusahaan tidak memberikan dorongan kepada perusahaan membagikan dividen, karena rasio lancar juga dapat menimbulkan persepsi yang buruk sehingga tidak memengaruhi kebijakan dividen. Adanya dana menganggur yang berlebih menunjukkan perusahaan kurang mampu dalam memperoleh laba. Perusahaan besar yang total asetnya besar disinyalir cenderung menahan laba karena lebih fokus untuk mengembangkan perusahaan daripada membagikan dividen.

*Leverage* dapat memperlemah hubungan likuiditas dan kebijakan dividen, dikarenakan perusahaan yang lebih banyak menggunakan sumber dana eksternal berupa utang cenderung memprioritaskan pemenuhan liabilitas jangka pendek, sehingga berdampak pada menurunnya dividen yang dibayarkan. Kemudian, *leverage* tidak mampu memoderasi hubungan pengaruh antara profitabilitas dan ukuran perusahaan masing-masing terhadap kebijakan dividen disebabkan tingginya penggunaan utang yang dilakukan oleh perusahaan besar tidak memengaruhi besaran dividen, karena laba tersebut cenderung digunakan untuk memenuhi liabilitas perusahaan.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan deskripsi mengenai faktor-faktor internal BUMN dan kondisi eksternal tidak dapat dipisahkan dari penentuan kebijakan dividen. Untuk itu, hasil penelitian ini dapat memberi petunjuk kepada manajer dan pemegang saham dalam memproyeksi performa perusahaan terutama mengenai kebijakan dividen. Manajer perusahaan dan pemegang saham perlu memperhatikan faktor-faktor seperti profitabilitas dan *leverage* yang mempunyai pengaruh signifikan pada penentuan kebijakan dividen, dan likuiditas serta ukuran perusahaan yang ternyata tidak mempunyai pengaruh signifikan dalam menentukan kebijakan dividen. Adapun arah pengaruh positif dan negatifnya juga perlu diperhatikan oleh manajer untuk memaksimalkan kebijakan dividen sehingga dapat menyejahterakan pemegang saham.

## DAFTAR PUSTAKA

- Akbar, F., & Irham, F. (2020). Pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas dan likuiditas terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*, 5(1), 62–81.
- Anggraini, D. A. D., & Wihandaru. (2015). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 6(2), 397–418.
- Anggraini, L. D. (2022). Pengaruh Likuiditas dan Leverage terhadap Kebijakan Dividen dengan Firm Size sebagai Variabel Mediasi pada Perusahaan Sektor Infrastructure, Utilities and Transportation di Bei Periode 2014-2018. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 10(1), 68–81. <https://doi.org/10.26740/jim.v10n1.p68-81>
- Astuti, N. (2020). Pengaruh Earning Per Share, Net Profit Margin, Free Cash Flow dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2016-2018. *Jurnal Pasar Modal Dan Bisnis*, 2.

- Azizah, A. N., Dewi, R. R., & Siddi, P. (2020). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, Likuiditas dan Sales Growth terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan LQ45 Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2018). *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi*, 20(3), 814.
- Bulan, L., Suramanian, N., & Tanlu, L. (2007). On the Timing of Dividend Initiations. *Financial Management*, 36(4), 31–65.
- Devina, N., & Fidiana. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Ukuran KAP, Audit Tenure, dan Solvabilitas Terhadap Audit Delay. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 8(2), 1–17.
- Dewi, R. K. (2020). *Mengenal Apa Itu PSBB, Aturan, Daerah Yang Menerapkan Hingga Sanksinya*. Kompas. <https://www.kompas.com/tren/read/2020/04/14/093800065/mengenal-apa-itu-psbb-aturan-daerah-yang-menerapkan-hingga-sanksinya?page=all>
- Ginting, S. (2018). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas. dan Leverage Terhadap Kebijakan Deviden pada Perusahaan LQ45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*, 8(2), 195–204.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). Principles of Managerial Finance 14th Edition. In *Pearson Education Limited*. Pearson Education, Inc.
- Idawati, I. ayu A., & Sudiartha, G. M. (2013). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *Analisis Pendapatan Dan Tingkat Kesejahteraan Rumah Tangga Petani*, 53(9), 1689–1699.
- Kusumaningtyas, F., Dewi, R. R., & Samrotun, Y. C. (2019). *Pengaruh Rasio Keuangan Dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Industri Barang Konsumsi Tahun 2014-2017*. 15(4), 2–3.
- Livoreka, B., Hetemi, A., Shala, A., Hoti, A., & Asllanaj, R. (2014). Theories on Dividend Policy Empirical Research in Joint Stock Companies in Kosovo. *Procedia Economics and Finance*, 14(14), 387–396.
- Miletic, M. (2015). Applicability of The Firm Cycle Theory Of Dividends On Croatian Capital Market. *The 2015 WEI Academic Conference Proceedings*, 31–37.
- Mueller, D. C. . (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199–219.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575–592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Nengsih, Y. R., & Lestari, T. (2020). Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang. *Jurnal PROFITA: Akuntansi Dan Bisnis*, 1(1), 47–56.
- Noor, T., Sinaga, B., Nur, T. B., & Maulana, A. (2015). Testing on Pecking Order Theory and Analysis of Company'S Characteristic Effects on Emitten'S Capital Structure. *Indonesian Journal of Business and Entrepreneurship*, 1(2), 81–89.
- Nugroho, A. P. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017). In *Universitas Muhammadiyah Magelang*. Universitas Muhammadiyah Magelang.
- Nurlansyah, E. F. (2017). Pengaruh Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Deviden Pada Perusahaan Properti, Real Estate Dan Konstruksi Bangunan (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2011-2015). In *Universitas Pasundan Bandung*. Universitas Pasundan Bandung.
- Prastya, A. H., & Jalil, F. Y. (2020). Jurnal Kajian Akuntansi dan Bisnis Terkini. *Jurnal Kajian Akuntansi Dan Bisnis Terkini*, 1(1), 131–148.

- Prihastuti, A. H., Agusti, R., & Sukri, S. Al. (2021). Analisis Rasio Keuangan Pada BUMN di Masa Pandemi Covid 19. *Jurnal Cakrawala Ilmiah*, 1(4), 523–534.
- Purba, M. I., Lorent, J., Angga, A., Cynthia, C., & Juli, J. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Hutang, dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur. *Moneter - Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 7(1), 80–87.
- Ramadhani, N., & Ningrati, Y. A. (2021). Pengaruh Leverage dan Likuiditas terhadap Profitabilitas pada PT. Indocement Tunggul Prakarsa Tbk. *Jurnal Studi Manajemen*, 3(3), 1–7.
- Ratmono, D., & Indriyani, D. (2015). Determinan Kebijakan Dividen Perusahaan: Pengujian Terhadap Teori Siklus Hidup. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 7(1), 1–13.
- Renitia, May Shella, H., Suhariyanti, T., & Fitriyani, D. (2020). Kebijakan Dividen Selama Pandemi Covid-19 Dividend Policy During Pandemic Covid-19. *Jurnal Kompetitif Bisnis Edisi COVID-19*, 1(1), 79–87.
- Sari, D. P., Hajar, I., Amin, M., & Budi, N. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Growth, dan Firm Size Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Perusahaan Sektor Property, Real State dan Konstruksi Bangunan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017). *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*, 11(2), 53–69.
- Sekartaji, J., & Farida, L. (2017). Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Growth terhadap Leverage pada Sub Sektor Keramik Porselin dan Kaca yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2009-2010. *Jurnal Online Mahasiswa Fakultas Ilmu Sosial Dan Ilmu Politik Universitas Riau*, 4(2), 1–16.
- Sudiartana, I. G. P., Agus, I. G., & Yudiantara, P. (2020). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi)*, 11(2), 287–298.
- Suryamis, G., & Oetomo, H. W. (2014). Pengaruh Leverage, Umur Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Profitabilitas. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 3(9), 1–17.
- Swastyastu, M. W., Yuniarta, G. A., & Atmadja, A. T. (2014). Analisis Faktor- Faktor yang Memengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi)*, 2(1), 1–11.
- Syahputra, R., & Ijma, I. (2020). Pengaruh Likuiditas, Solvabilitas, Efektivitas, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018). *JURKAMI : Jurnal Pendidikan Ekonomi*, 5, 12–23.
- Ulfah, F. U., Tati, D. N., Azka, R. M., & Noviani, A. (2021). Lima Emiten BUMN Kompak Tak Bagikan Dividen. *Bisnis Indonesia*. <https://bisnisindonesia.id/article/lima-emiten-bumn-kompak-tak-bagikan-dividen>
- Wahjudi, E. (2020). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4–17.