

Analisis Kebijakan Dividen: Index CGPI sebagai Variable Moderasi

Wulan Destiana Lestari¹, Ayu Lestari², Sela Paramita Yulianti^{3*}
1,2,3) Universitas PGRI Madiun

wulandestianalestari@gmail.com, sayu412lestari@gmail.com, elaparamita07@gmail.com,

*Corresponding Author

Diajukan : 25 Agustus 2021
Disetujui : 9 September 2021
Dipublikasi : 1 Januari 2022

ABSTRACT

This study aims to empirically examine the effect of leverage, profitability, liquidity, the CGPI index in moderating, and the CGPI index in moderating dividend policy. This study uses quantitative methods with sample criteria are companies that do not consistently follow the CGPI ranking and companies that do not consistently distribute dividends. The object of research is a company registered in CGPI with data sources obtained at IDX and IICG. The results of this study, firstly, the effect of leverage on dividend policy has a significant positive effect, the high debt of the company causes the holding of the company's dividends. Second, the effect of profitability on dividend policy does not have a significant effect, because profitability is used for business expansion. Third, the effect of liquidity on dividend policy has an insignificant effect, because liquidity is used to pay off term debt with a period of less than one year. Fourth, the CGPI index as a moderating variable, the effect of leverage on dividend policy, cannot be moderated by the CGPI index, because good or bad reputation is not a guarantee if the company will give dividends to investors, because the company's main priority is paying off debt. Fifth, the CGPI index as a moderating variable, the influence of profitability on dividend policy, cannot be moderated by the CGPI index, because it is not always bad news for investors even if the company has a good reputation. Sixth, the CGPI index as a moderating variable, the influence of liquidity on dividend policy, cannot be moderated by the CGPI index, because high liquidity is not able to guarantee the amount of dividends distributed is getting bigger even if the company has a good reputation.

Keywords: *Effect of leverage, CGPI, dividend policy*

PENDAHULUAN

Agustino & Dewi, (2019), menjelaskan bahwa di dalam suatu perusahaan terdapat keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Keputusan investasi yang mengatur alokasi dana untuk investasi perusahaan, keputusan pendanaan mengatur cara memperoleh dana untuk usaha dan investasi perusahaan, dan kebijakan dividen mengatur pembagian sebagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham. Ratnasari & Purnawati, (2019), menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan keputusan penting perusahaan. Kebijakan dividen menyangkut kepentingan investor dengan dividen, dan kepentingan perusahaan dengan laba ditahan.

Pemutusan besaran dividen dan laba ditahan diperlukan suatu kebijakan yang disebut kebijakan dividen. UU No. 40 Tahun 2007, tentang Perseroan Terbatas, menjelaskan bahwa dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), akan ditentukan pembagian dividen perusahaan. Kebijakan dividen berasal dari negosiasi manajemen dan investor. Brigham & Houston, (2006), dalam Anita & Yulianto, (2016), menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan topik yang menarik untuk diteliti karena kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menghasilkan keseimbangan diantara dividen tahu berjalan, progres, pertumbuhan perusahaan dimasa depan, dan mengoptimalkan harga saham. Miller & Modigliani, (1961), menjelaskan bahwa perubahan harga setelah dikeluarkan kebijakan dividen, sebenarnya menunjukkan kandungan informasi penting dalam pengumuman dividen.

Fenomena Sebagai contoh, PT. Bank Rakyat Indonesia Tbk. (BBRI) mengumumkan bahwa perseroan akan membagikan dividen sebesar Rp. 20,63 triliun yang artinya sama dengan 60% dari laba tahun buku 2019. Selanjutnya BBRI menggunakan sisa laba yang sebesar Rp. 13,75 triliun yang artinya sama dengan 40% laba tahun buku 2019 sebagai saldo laba ditahan (www.kontan.co.id). Dampak pengumuman pembagian dividen membuat indeks sektor keuangan terjun 3,94% sedangkan rata-rata IHSG turun 2,69% menjadi 5.535,69 dengan penutupan harga terbesar harian terjadi pada BBRI yaitu mencapai 7,81 % menjadi 4.130 sehari setelah pencatatan pemegang saham yang berhak atas dividen (www.bisnis.com). Peningkatan maupun penurunan volume saham akan membuat pemegang saham bereaksi dengan memperjualbelikan maupun aksi ambil untung saham setelah mendapatkan dividen.

Okoro, *et al.* (2018), menjelaskan bahwa *leverage* merupakan kapabilitas perusahaan dalam melunasi seluruh utang. Utang perusahaan yang tinggi akan mengurangi keuntungan perusahaan sehingga berdampak pada pembagian dividen. Monika & Surdjani, (2018), menjelaskan bahwa tingginya utang perusahaan dapat menyebabkan investor enggan berinvestasi. Investor cenderung berinvestasi pada perusahaan yang konsisten membagikan dividen. Hudiwijono, *et al.* (2018), dan Arif, *et al.* (2020), menyajikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh positif yang signifikan. Prastya & Jalil, (2020), menyajikan bahwa *leverage* memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, Cristea & Cristea, (2017), Hung, *et al.* (2018), Jaara, *et al.* (2018), dan Yousaf, *et al.* (2019), menyajikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh negatif. Puspaningsih & Pratiwi, (2017), Brahmiah, *et al.* (2018), dan Ayunku & Markjackson, (2019), menyajikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh negatif yang signifikan. Okoro, *et al.* (2018), menyajikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh negatif yang tidak signifikan. Andriyanti & Wirakusuma, (2014), menyajikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh. Nadeem, *et al.* (2018), menyajikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh yang signifikan. Singla & Samanta, (2018), menyajikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh yang tidak signifikan.

Ratnasari & Purnawati, (2019), menjelaskan bahwa profitabilitas kebijakan dividen dipengaruhi oleh banyak faktor, salah satunya profitabilitas. Puspaningsih & Pratiwi, (2017), menjelaskan bahwa profitabilitas merupakan kapabilitas perusahaan untuk mendapatkan laba. Laba yang tinggi maupun yang rendah akan berpengaruh terhadap besaran dividen yang akan dibagikan. Devi, *et al.* (2014), Cristea & Cristea, (2017), Hung, *et al.* (2018), Singla & Samanta, (2018), Audityani & Yuyetta, (2019), dan Yousaf, *et al.* (2019), menyajikan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh yang positif. Puspaningsih & Pratiwi, (2017), Jaara, (2018), Nadeem, *et al.* (2018), Pinto & Rastogi, (2019), Abdullahi, *et al.* (2020), dan Arif, *et al.* (2020), menyajikan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh positif yang signifikan. Hudiwijono, *et al.* (2018), Okoro, *et al.* (2018), Gangil & Nathani, (2018), dan Ayunku & Markjackson, (2019), menyajikan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh positif yang tidak signifikan. Prastya & Jalil, (2020), menyajikan bahwa profitabilitas terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh. Sedangkan Hadamean & Ratmono, (2019) dan Andriyanti & Wirakusuma, (2014), menyajikan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen, tidak memberikan pengaruh. Brahmaiah, *et al.* (2018), menyajikan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh negatif yang signifikan.

Sari & Hidayat, (2017), menjelaskan bahwa likuiditas merupakan kapabilitas perusahaan untuk melunasi kewajiban lancar. Kebijakan dividen merupakan kewajiban lancar yang harus dipenuhi. Sudiartana & Yudantara, (2020), menjelaskan bahwa tingkat likuiditas memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen. Likuiditas yang kuat menjadi sinyal pembagian dividen yang lebih baik dan likuiditas yang lemah menjadi sinyal kemungkinan perusahaan untuk menahan dividen. Cristea & Cristea, (2017), menyajikan pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh positif. Arif, *et al.* (2020), menyajikan pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh positif yang signifikan. Ayunku & Markjackson, (2019), menyajikan pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen memberikan

pengaruh positif yang tidak signifikan. Sedangkan, Brahmaiah, *et al.* (2018), menyajikan bahwa likuiditas terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh negatif yang signifikan. Gangil & Nathani, (2018), dan Hudiwijono, *et al.* (2018), menyajikan pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh negatif yang tidak signifikan.

Puspaningsih & Pratiwi, (2017), menyajikan pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh yang signifikan. Prastya & Jalil, (2020), menyajikan pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh. Singla & Samanta, (2018), menyajikan bahwa pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh yang tidak signifikan. Faisal, (2006), menjelaskan bahwa pengendalian eksternal *corporate governance* dapat diungkapkan dari *leverage*. Tingkat *leverage* dapat diturunkan melalui penerapan GCG. Besaran *leverage* dapat dijadikan pedoman bahwa didalam perusahaan terdapat tata kelola yang salah. Sulyanti, (2011), menjelaskan bahwa perusahaan memiliki utang tinggi, akan lebih memprioritaskan kualitas GCG karena merasa ada pengawasan dari pihak kreditur.

Kusumawati, (2007), menjelaskan bahwa untuk mengurangi tekanan pasar, perusahaan dengan profitabilitas rendah akan memprioritaskan pengungkapan dari penerapan prinsip-prinsip GCG yang diterapkan perusahaan. Perusahaan dengan tingkat penerapan prinsip-prinsip GCG secara konsisten, dapat menumbuhkan kepercayaan investor. Peningkatan likuiditas perusahaan dan pengurangan biaya modal dapat diatasi dengan pengungkapan kualitas dan perbaikan kualitas implementasi GCG sebagai akibat dari rendahnya likuiditas yang sebelumnya dimiliki oleh perusahaan.

STUDI LITERATUR

Signalling Theory

Puspaningsih & Pratiwi, (2017), menjelaskan bahwa teori sinyal menjelaskan dividen kas merupakan sinyal dari prospek perusahaan di masa depan. Sinyal tersebut berupa informasi kinerja manajemen untuk merealisasikan keinginan investor. Nugraheni & Mertha, (2019), menjelaskan bahwa informasi kinerja manajemen berupa laporan keuangan dan laporan kegiatan merupakan informasi yang harus tersedia sebelum perusahaan menjual saham. Meilita & Rokhmawati, (2017), menjelaskan bahwa sinyal positif maupun negatif bagi investor tercermin dari kondisi perusahaan yang mengalami keuntungan maupun kerugian.

Setiyowati & Sari, (2017), menjelaskan bahwa teori sinyal terjadi karena kedua belah pihak mengalami asimetri informasi. Asimetri informasi terjadi karena perbedaan persepsi informasi dari setiap orang. Nugraheni & Mertha, (2019), menjelaskan bahwa manajer mengetahui prospek yang akan terjadi pada perusahaan, sedangkan investor tidak dapat mengetahui dengan lengkap prospek perusahaan.

Teori Keagenan

Jensen & Meckling, (1976), menjelaskan bahwa hubungan keagenan merupakan ikatan antara *principal* dengan pelimpahan wewenang berupa pengambilan keputusan kepada *agent* atas nama *principal*. Pihak yang memperikan pelimpahan wewenang disebut sebagai pihak *principal*, sedangkan pihak yang diberi limpahan wewenang untuk mengambil keputusan disebut sebagai pihak *agent*. Cholifah & Nuzula, (2018), menjelaskan bahwa manajemen merupakan agent yang diberikan limpahan wewenang untuk mengelola perusahaan dengan prinsip kontrak untuk memenuhi kepentingan investor. Setiyowati & Sari, (2017), menjelaskan bahwa teori agensi dalam perusahaan harus mengatur pemisahan aktivitas pengendalian dan aktivitas operasional. Ketika *principal* tidak lagi melakukan pengendalian dan diserahkan ke pihak lain, maka dapat memicu potensi konflik antara *principal* dengan *agent*.

Hendra & Anam, (2020), menjelaskan bahwa perbedaan kepentingan antara *principal* dengan *agent* disebut masalah keagenan. Audityani & Yuyetta, (2019), menjelaskan bahwa *agency problem* terjadi karena *agent* berusaha untuk mengejar kepentingannya daripada mengoptimalkan kesejahteraan *principals*. Randy & Juniarti, (2013), menjelaskan bahwa teori keagenan menjelaskan cara meminimalisir akibat adanya perbedaan kepentingan antara *principal* dengan *agent*.

Meiliawati & Rokhmawati, (2017), menjelaskan bahwa dalam memonitor perilaku *agent, principal* harus biasanya menganggarkan biaya pengawasan atau yang lebih dikenal dengan sebutan *agency cost*. Penggunaan utang dapat meningkat karena adanya *agency cost*. Meiliawati & Rokhmawati, (2017), menjelaskan bahwa jika penggunaan utang meningkat maka akan meningkatkan risiko perusahaan sehingga pembagian dividen akan berkurang

Kebijakan Dividen

Agustino & Dewi, (2019), menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan kebijakan tentang besaran dividen yang akan diterima oleh investor. Kebijakan dividen bersumber dari laba setelah pajak untuk diterima investor sebagai dividen atau ditahan perusahaan untuk ekspansi bisnis ke dalam bentuk laba ditahan. Perusahaan yang memilih membagikan dividen, akan berpengaruh terhadap berkurangnya sumber dan internal berupa laba ditahan. Sedangkan, perusahaan yang memilih menahan dividen, akan berpengaruh terhadap bertambahnya sumber dana internal berupa laba ditahan.

Riyadhoh, *et al.* (2018), menjelaskan bahwa pembagian dividen yang dilakukan perusahaan terbagi menjadi berbagai bentuk. Kieso & Warfield, (2007) dalam Arifin & Asyik, (2015), menjelaskan bahwa bentuk pembagian dividen, diantaranya dividen kas, dividen saham, dividen properti, dan dividen likuiditas. Selain itu juga, kebijakan dividen juga memiliki jenis dalam pembagiannya, diantaranya kebijakan pemberian dividen stabil, kebijakan dividen yang meningkat, dan kebijakan dividen dengan rasio konstan.

Good Corporate Governance

Laporan CGPI, (2015), menjelaskan bahwa GCG merupakan keseluruhan struktur, sistem, dan proses untuk memberikan *value added* untuk jangka panjang yang disepakati oleh jajaran komisaris dan direksi. Kementerian BUMN, (2011), menjelaskan bahwa GCG merupakan pedoman dari proses mengelola perusahaan sesuai dengan etika usaha dan peraturan perundang-undangan. KNKG, (2006), menjelaskan bahwa perusahaan harus memastikan disetiap aspek bisnis dan disemua jajaran telah diterapkan prinsip-prinsip GCG. Prinsip-prinsip GCG dipergunakan untuk mencapai usaha terus berkelanjutan dengan mempertimbangkan para pemangku kepentingan. KNKG, (2006), menjelaskan bahwa prinsip GCG, diantaranya transparansi, kemandirian, akuntabilitas, pertanggungjawaban, dan keadilan.

Corporate Governance Perception Index

Laporan CGPI, (2019), menjelaskan bahwa *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) merupakan agenda rutin tahunan *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) dalam bentuk pemeringkatan yang diikuti oleh perusahaan yang ada di Indonesia sebagai perwujudan dari evaluasi dan *benchmarking* usaha yang berkesinambungan yang dimulai pada tahun 2001. IICG merupakan lembaga yang berdiri dari gagasan Masyarakat Transparansi Indonesia (MTI), para praktisi yang profesional dalam dunia bisnis, dan tokoh-tokoh masyarakat pada tanggal 2 Juni 2020. IICG didirikan atas motivasi visi kepedulian untuk mengenalkan konsep dan manfaat dari diterapkannya prinsip-prinsip GCG, agar dunia usaha Indonesia lebih beretika dan bermartabat, dan bekerja sama dengan Majalah SWA. Program CGPI diselenggarakan dalam rangka memberikan penghargaan atas upaya perusahaan untuk menciptakan praktik bisnis yang memiliki etik dan martabat. CGPI bersifat sukarela dan diikuti oleh banyak perusahaan, yaitu Emiten, Badan Usaha Milik Negara, Perusahaan Swasta, dan Lembaga Keuangan berbasis Syariah. Penerapan prinsip GCG, IICG berupa mambantu perusahaan melakukan peninjauan, digunakan untuk :

- 1) Pedoman perbaikan internal perusahaan agar dapat meningkatkan penerapan GCG.
- 2) Pedoman pemetaan masalah strategis untuk meningkatkan kualitas penerapan GCG.
- 3) Pedoman peningkatan kesadaran pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan.
- 4) Pedoman untuk meningkatkan kepercayaan publik dalam upaya peningkatan kapabilitas untuk menerapkan prinsip GCG.
- 5) Pedoman perwujudan komitmen, tanggung jawab, dan upaya meningkatkan kapasitas

- dengan memperhatikan risiko bisnis dalam penerapan GCG.
- 6) Pedoman penetapan kualitas penerapan GCG yang diwujudkan perusahaan.
 - 7) Pedoman pengakuan masyarakat dalam upaya mewujudkan berdaya saing dan *sustainable* dengan meningkatkan kualitas penerapan GCG.
 - 8) Pedoman penataan penerapan *governance, risk, and compliance* terintegritas.
 - 9) Pedoman peningkatan kesadaran dan komitmen untuk mewujudkan pembelajar.

Pengaruh Leverage terhadap Kebijakan Dividen

Cholifah & Nuzula, (2018), menjelaskan bahwa *leverage* merupakan taraf pemakaian utang sebagai sumber dari pendanaan perusahaan sehingga akan mempengaruhi *return* yang akan diperoleh. Puspanggih & Pratiwi, (2017), menjelaskan bahwa semakin tinggi jumlah utang, akan berdampak pada tingginya dana yang wajib disediakan sehingga berdampak pada pengurangan pembayaran dividen. Artinya, semakin tinggi rasio *leverage*, maka perusahaan memiliki utang dengan jumlah yang tinggi. Hal ini sesuai dengan penelitian Hudiwijono, *et al.* (2018), dan Arif, *et al.* (2020), yang menyajikan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, hipotesis pertama yang diajukan peneliti, sebagai berikut:

H₁: *Leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Sejati, *et al.* (2020), menjelaskan bahwa profitabilitas merupakan gambaran fundamental dari kinerja perusahaan. Pembagian dividen sangat bergantung dari perolehan laba perusahaan, sehingga profitabilitas dengan kebijakan dividen tidak dapat dipisahkan. Puspanggih & Pratiwi, (2017), menjelaskan bahwa profitabilitas merupakan kapabilitas perusahaan untuk memperoleh laba, sehingga dividen dapat dibagikan. Audityani & Yuyetta, (2019), menjelaskan bahwa semakin banyak laba perusahaan, kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen juga akan semakin meningkat. Hal ini sesuai dengan penelitian Devi, *et al.* (2014), Cristea & Cristea, (2017), Hung, *et al.* (2018), Singla & Samanta, (2018), Audityani & Yuyetta, (2019), dan Yousaf, *et al.* (2019), menyajikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, hipotesis kedua yang ditetapkan peneliti, sebagai berikut:

H₂: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Riyadhoh, *et al.* (2018), menjelaskan bahwa likuiditas merupakan kapabilitas perusahaan untuk melunasi kewajiban yang akan jatuh tempo, artinya, jika perusahaan ditagih oleh kreditur, perusahaan mampu membayar. Monika & Sudjarni, (2018) menjelaskan bahwa likuiditas yang tinggi, memberikan harapan bahwa perusahaan akan membagikan dividen kepada investor. Hal ini sesuai dengan penelitian Cristea & Cristea, (2017), menyajikan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, hipotesis ketiga yang ditetapkan peneliti, sebagai berikut:

H₃: Likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Index CGPI Memoderasi Pengaruh Leverage terhadap Kebijakan Dividen

Andriyanti & Wirakusuma, (2014), menjelaskan bahwa perusahaan yang menerapkan GCG dapat memiliki tingkat *leverage* yang kecil. Semakin tinggi *leverage*, maka terdapat kesalahan dari tata kelola di dalam perusahaan. Oleh karena itu, GCG diperlukan sebagai suatu pengendalian tata kelola perusahaan. Dengan demikian, hipotesis keempat yang ditetapkan peneliti, sebagai berikut:

H₄: *Index CGPI* memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Index CGPI Memoderasi Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Pradnyani, *et al.*, (2013), menjelaskan bahwa GCG yang diterapkan secara konsisten akan meningkatkan kinerja keuangan sehingga dapat meningkatkan laba perusahaan. Profitabilitas merupakan kapabilitas perusahaan untuk menghasilkan laba agar pembagian dividen dapat

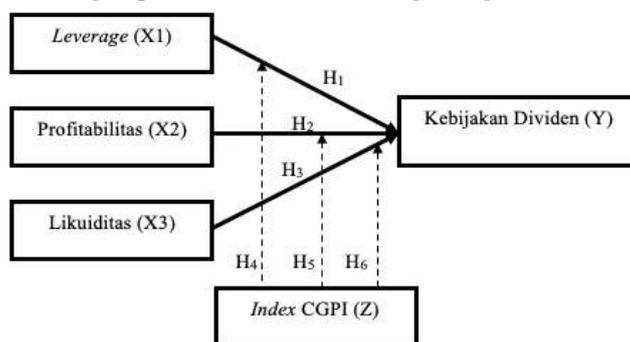
dilaksanakan. Halviani & Sisdyani, (2014), menyatakan bahwa perusahaan yang menerapkan GCG dapat membuat investor yakin jika dana yang mereka investasikan akan kembali dalam bentuk dividen. Perusahaan yang konsisten menjalankan GCG akan menumbuhkan kepercayaan investor dengan sendirinya. Kusumawati, (2007), menyebutkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas kecil, akan memprioritaskan penerapan prinsip-prinsip GCG sehingga akan mengurangi tekanan pasar. GCG yang diproksikan dengan *index* CGPI diharapkan menumbuhkan kepercayaan investor pada perusahaan. Dengan demikian, hipotesis kelima yang ditetapkan peneliti, sebagai berikut:

H₅: *Index* CGPI memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

Index CGPI Memoderasi Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

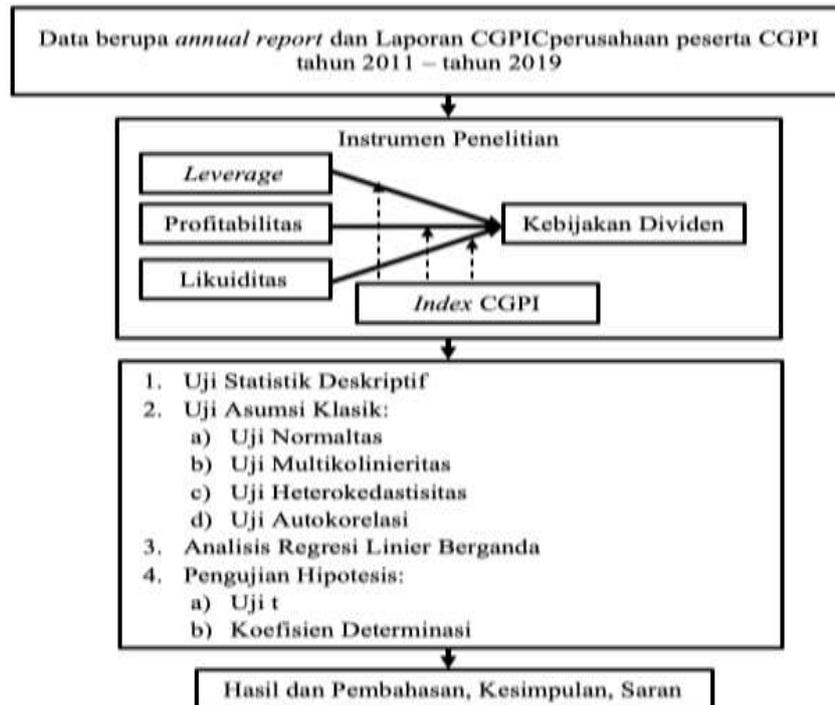
Kusumawati, (2006), menjelaskan bahwa perusahaan dengan likuiditas kecil, akan memotivasi perusahaan untuk memperbaiki kualitas GCG, sehingga biaya modal akan berkurang dan likuiditas perusahaan akan meningkat. Dengan demikian, hipotesis keenam yang ditetapkan peneliti, sebagai berikut:

H₆: *Index* CGPI memoderasi pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen.



METODE

Objek penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di CGPI tahun 2011 sampai dengan 2019. sumber data yang diperoleh melalui IDX dan IICG. Jenis penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan menggunakan kategori CGPI, antara lain: cukup terpercaya, terpecaja, dan sangat terpercaya. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan kriteria sampel yang dipakai adalah perusahaan yang tidak konsisten mengiuti pemeringkatan CGPI dan perusahaan yang tidak konsisten membagikan dividen. Desain penelitian dalam penelitian ini dapat dilihat pada gambar 1 dibawah ini:



Gambar 1 Desain Penelitian

PEMBAHASAN

Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Leverage menunjukkan t_{hitung} -2,868 dan t_{tabel} 2,039, artinya t_{hitung} kurang dari t_{tabel} , dengan nilai signifikansi 0,007 kurang dari 0,05, artinya H_1 diterima. Hasil penelitian ini didukung penelitian Hudiwijono, *et al.* (2018), dan Arif, *et al.* (2020), yang menyajikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen menunjukkan pengaruh positif yang signifikan. Tingginya utang perusahaan menyebabkan rendahnya dividen yang dibayarkan, karena keuntungan perusahaan digunakan untuk membayar utang beserta bunganya. Perusahaan memiliki utang dalam jumlah sedikit, akan lebih mengutamakan pembagian dividen secara besar-besaran kepada investor.

Penelitian Cristea & Cristea, (2017), Hung, *et al.* (2018), Jaara, *et al.* (2018), dan Yousaf, *et al.* (2019), yang menyajikan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Puspaningsih & Pratiwi, (2017), Brahmiah, *et al.* (2018), dan Ayunku & Markjackson, (2019), yang menyajikan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Okoro, *et al.* (2018), yang menyajikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen menunjukkan pengaruh yang negatif tidak signifikan. Andriyanti & Wirakusuma, (2014), yang menyajikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh. Nadeem, *et al.* (2018), yang menyajikan bahwa *leverage* tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Singla & Samanta, (2018), yang menyajikan bahwa *leverage* menunjukkan hubungan yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas menunjukkan t_{hitung} -0,605 dan t_{tabel} 2,039, artinya t_{hitung} kurang dari t_{tabel} , dan nilai signifikansi 0,550 lebih dari 0,05, artinya H_2 ditolak. Hasil penelitian ini didukung penelitian Andriyanti & Wirakusuma, (2014), dan Hadamean & Ratmono, (2019) yang menyajikan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh yang signifikan. Profitabilitas yang meningkat dapat menurunkan

pembagian dividen kepada investor. Akhadiyah dan Winarno (2015), menjelaskan perusahaan yang pertumbuhannya tinggi akan mempertimbangkan untuk menahan laba agar dapat diinvestasikan untuk peningkatan pertumbuhan perusahaan. Weston dan Brigham (1990), menjelaskan bahwa laba yang diinvestasikan akan memberikan perolehan laba lebih tinggi lagi jika dibandingkan dengan pengembalian yang diterima dari investor. Penelitian ini berbeda dengan penelitian Devi, *et al* (2014), Cristea & Cristea, (2017), Hung, *et al.* (2018), Singla & Samanta, (2018), Audityani & Yuyetta, (2019), dan Yousaf, *et al.* (2019), yang menyajikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pusaningsih & Pratiwi, (2017), Jaara, *et al.* (2018), Nadeem, *et al.* (2018), Pinto & Rastogi, (2019), Abdullahi, *et al.* (2020), dan Arif, *et al.* (2020), yang menyajikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hudiwijono, *et al.* (2018), Okoro, *et al.* (2018), Gangil & Nathani, (2018), dan Ayunku & Markjackson, (2019), yang menyajikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Prastya & Jalil, (2020), yang menyajikan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Likuiditas menunjukkan $t_{hitung} -2,004$ dan $t_{tabel} 2,039$, artinya t_{hitung} kurang dari t_{tabel} , dan nilai signifikansi 0,054 lebih dari 0,05, artinya H_3 ditolak. Hasil penelitian ini didukung penelitian Andriyanti & Wirakusuma, (2014), dan Pusaningsih & Pratiwi, (2017), yang menyajikan bahwa pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh yang signifikan. Singla & Samanta, (2018), menyajikan bahwa likuiditas menunjukkan hubungan yang tidak signifikan. Likuiditas tidak menunjukkan pengaruh signifikan dikarenakan besarnya likuiditas menjelaskan bahwa perusahaan memiliki sumber aset yang berasal dari laba untuk dapat dikonversi menjadi kas. Kas dalam perusahaan merupakan aset lancar yang menjadi sumber pendapatan perusahaan. Sumber pendapatan tersebut digunakan untuk biaya kelangsungan hidup perusahaan dan tidak dibagikan dalam bentuk dividen kepada investor. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang cenderung baik, bukan berarti baik pula dari segi pembayaran dividen, karena likuiditas suatu perusahaan tidak selalu digunakan untuk pembagian dividen tetapi untuk pelunasan utang jangka pendek sebagai akibat dari pembelian suatu aktiva. Artinya, pembagian dividen suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh tinggi rendahnya tingkat likuiditas. Penelitian ini berbeda dengan penelitian Cristea & Cristea, (2017), yang menyajikan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Arif, *et al.* (2020), yang menyajikan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Ayunku & Markjackson, (2019), yang menyajikan bahwa likuiditas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Index CGPI memoderasi Leverage terhadap Kebijakan Dividen

Index CGPI dalam memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen menunjukkan nilai $t_{hitung} 0,641$ dan $t_{tabel} 2,039$, artinya t_{hitung} kurang dari t_{tabel} , dan nilai signifikansi sebesar 0,527 lebih dari 0,05, artinya H_4 ditolak. Perusahaan yang memiliki banyak utang, sekalipun dengan reputasi baik yang dikeluarkan oleh lembaga legal, cenderung akan menahan laba periode berjalan untuk membayar utang daripada membagikannya dalam bentuk dividen kepada investor. Reputasi baik maupun buruk bukan merupakan jaminan jika perusahaan akan membagikan dividen kepada investor, karena yang menjadi prioritas utama perusahaan adalah melunasi utang.

Index CGPI memoderasi Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Index CGPI dalam memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen menunjukkan nilai t_{hitung} 0,828 dan t_{tabel} sebesar 2,039 sehingga t_{hitung} kurang dari t_{tabel} , dan nilai signifikansi sebesar 0,415 lebih dari 0,05., artinya H_5 ditolak. Fairchild, (2010), menjelaskan bahwa pemotongan dividen tidak selamanya menjadi kabar buruk bagi para pemegang saham, karena pemotongan tersebut digunakan untuk investasi perusahaan dalam proyek bernilai NPV positif. Perusahaan dengan rasio profitabilitas tinggi tidak selalu membagikan dividen kepada investor sekalipun perusahaan memiliki reputasi baik, karena Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang akan menentukan pembagian dividen, ketika RUPS menyepakati untuk menahan laba agar ekspansi usaha dapat diperluas, maka perusahaan akan menunda pembayaran dividen.

Index CGPI memoderasi Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Index CGPI dalam memoderasi pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen menunjukkan nilai t_{hitung} -0,364 dan t_{tabel} 2,039, artinya t_{hitung} kurang dari t_{tabel} , dan nilai signifikansi 0,718 lebih dari 0,05, artinya H_6 ditolak. Tingginya likuiditas tidak mampu menjamin jumlah dividen yang dibagikan semakin besar sekalipun perusahaan tersebut memiliki reputasi yang baik, karena likuiditas perusahaan yang tinggi tidak disebabkan oleh baiknya reputasi perusahaan melainkan disebabkan instrumen lain seperti persediaan dan piutang.

KESIMPULAN

Penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa pertama, pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh positif yang signifikan, tingginya utang perusahaan menyebabkan penahanan dividen perusahaan. Kedua, pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh yang signifikan, karena profitabilitas digunakan untuk ekspansi bisnis. Ketiga, pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen memberikan pengaruh yang tidak signifikan, karena likuiditas digunakan untuk pelunasan utang jangka dengan waktu kurang dari satu tahun. Keempat, *index* CGPI sebagai variabel pemoderasi, pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen, tidak mampu dimoderasi oleh *index* CGPI, karena reputasi baik maupun buruk bukan merupakan jaminan jika perusahaan akan memberikan dividen kepada investor, karena yang menjadi prioritas utama perusahaan adalah melunasi utang. Kelima, *index* CGPI sebagai variabel pemoderasi, pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen, tidak mampu dimoderasi oleh *index* CGPI, karena tidak selamanya menjadi kabar buruk bagi investor sekalipun perusahaan tersebut memiliki reputasi baik. Keenam, *index* CGPI sebagai variabel pemoderasi, pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen, tidak mampu dimoderasi oleh *index* CGPI, karena tingginya likuiditas tidak mampu menjamin jumlah dividen yang dibagikan semakin besar sekalipun perusahaan tersebut memiliki reputasi yang baik.

REFERENSI

- Abdullahi, N. A., Adebayo, P. A., & Aliyu, Y. M. (2020). Determinants of Dividend Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria. *International Journal of Economics, Commerce and Management*. 8 (8).
- Agustino, N. W. I. P., & Dewi S. K. S. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur. *E-Journal Manajemen*. 8 (8), 4957-4982.
- Akhadiyah, W., & Winarno. (2015). Pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, dan *Growth* Terhadap Kebijakan Insiasi Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2013). *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia*. 04 (04).

- Andriyanti, L. & Wirakusuma, M. D. (2014). *Good Corporate Governance* Memoderasi Profitabilitas, *Leverage*, Arus Kas Bebas dengan Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. 8 (2), 245-262.
- Anita, A. & Yulianto. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*. 5 (1).
- Audityani, A. R., & Yuyetta, E. N. A. (2019) Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan dan Karakteristik Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen di Indonesia (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2016-2018). *Diponegoro Journal of Accounting*. 8 (4).
- Arif, *et al.* (2020). Determinants of Dividend Policy: Sectoral Analysis of Listed Non-Financial Firms in Pakistan. *FWU Journal of Social Sciences*. 14 (4).
- Arifin, S. & Asyik N. F. (2015). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, *Growth Potensial*, dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*. 4 (2), 1-17.
- Ayunku, P. E., & Markjackson, D. (2019). Determinants of Dividend Payout Policy of Listed Corporations in Nigeria. *Business, Management and Economics Research*. 5 (9).
- Brahmaiah, B., Srinivasan, P., & Sangeetha R. (2018). Determinants of Corporate Dividend Policy in India: A Dynamic Panel Data Analysis. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. 22 (2).
- Brigham, Eugene dan Joel F Houston. (2006). *Manajemen Keuangan II, Edisi Sepuluh*. Salemba Empat. Jakarta.
- Cholifah, M., & Nuzula, N. F. (2018). Pengaruh *Corporate Governance* dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Sektor Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2016). *Jurnal Administrasi Bisnis*. 60 (3), 1-9.
- Cristea, C., & Cristea, M. (2017). Determinants of corporate dividend policy: evidence from romanian listed companies. *MATEC Web of Conferences*.
- Devi, AAAMV., Suardhika I. M S., & Budiasih, A. N. (2014). Pengaruh Profitabilitas pada Kebijakan Dividen dengan Likuiditas dan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Pemoderasi. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*. 3 (12), 702-717.
- Estuti, E. P., Hendrayanti, S., & Fauziyah, W. (2020). Analisis Likuiditas, Profitabilitas, dan Kepemilikan manajerial terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan. *JURNAL CAPITAL: Kebijakan Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi*. 2 (1), 114-126.
- Fairchild, Richard. 2010. Dividend Policy, Signalling and Free Cash Flow: an Integrated approach. *Managerial Finance*. Vol. 36, No. 5, hal 394-441.
- Faisal. 2006. Hubungan Antara Set Kesempatan Investasi, Tata Kelola Perusahaan, dan Kinerja. *Wahana Akuntansi Jurnal Ilmiah*. Vol.1, No.2, hal.106-122.
- Gangil, R., & Nathani, N. (2018). Determinants of Dividend Policy: A Study of FMCG Sector in India. *IOSR Journal of Business and Management*. 20 (2).
- Hadamean, V., & Ratmono, D. (2019). Pengaruh Tata Kelola Perusahaan, Struktur Kepemilikan, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen di Indonesia. *Diponegoro Journal of Accounting*. 8 (4).
- Halviani, M. D., & Sisdyani, E. A. (2014) Pengaruh Moderasi *Good Corporate Governance* pada *Return On Asset* dan *Dividend Payout Ratio*. *E-Jurnal Akuntansi*. 7 (2).

- Handayani, A. A. (2019). Analisis Pengaruh *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) pada Kinerja Operasional dan Nilai Pasar. Universitas Islam Indonesia.
- Hendra, & Anam, H. (2020). Pengaruh *Good Corporate Governance* terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Nonkeuangan. *Jurnal GeoEkonomi*. 11 (2).
- Hudiwijono, R. E.W., Aisjah, S. & Ratnawati, K. (2018), Influence of fundamental factors on dividend payout policy: study on construction companies listed on Indonesian stock exchange. *Wacana Journal of Socio and Humanity Studies*. 21 (1).
- Hung, D. N., & Ha, N. V. (2018). Factors Influencing the Dividend Policy of Vietnamese Enterprises. *Asian Journal of Finance & Accounting*. 10 (2).
- Jaara, B., Alashhab, H., & Jaara, O.O. (2018). The Determinants of Dividend Policy for Non-Financial Companies in Jordan. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 8 (2).
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3. 3015-360.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. (2006). Pedoman Umum *Good Corporate Governance Indonesia*. *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*, 30.
- Kusumawati, D. N. (2006). Profitability and Corporate Governance Disclosure. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*. Padang: Prasetya Mulya Business Scholl.
- Kusumawati, D. N. (2007). Profitability and Corporate Governance Disclosure: an Indonesian Study. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.10, No.2, hal.131-146.
- IICG, Laporan Program Riset dan Peningkatan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) 2015, *Good Corporate Governance* dalam Perspektif Keberlanjutan. IICG: Jakarta. 2016.
-, Laporan Program Riset dan Peningkatan *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) 2019, *Membangun Keunggulan Bersaing dalam Kerangka Good Corporate Governance*. IICG: Jakarta. 2020.
- Meidawati, N., Nurfauziyah, A., & Chasanah, U. (2020). Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen. *Nominal: Barometer Riset Akuntansi dan Manajemen*. 9 (2), 132-149.
- Meilita, W., & Rokhmawati, A. (2017). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Asing, Kepemilikan Individu, Kebijakan Hutang, dan Dividen Tahun Sebelumnya Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Tepak Manajemen Bisnis*. 9 (2), 215-232.
- Mnune, T. D., & Purbawangsa, B. A. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Risiko Bisnis terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen*. 8 (5), 2862-2890.
- Monika, N. G. A. P. D. & Sudjarni L. K. (2018) Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*. 7 (2).
- Nadeem, N., Bashir, A., & Usman, M. (2018). Determinants of Dividend Policy of Banks: Evidence from Pakistan. *The Pakistan Journal of Social Issues*. 19-27.

- Nugraheni, N. P., & Mertha, M. (2019). Pengaruh Likuiditas dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Journal Akuntansi*. 26 (10), 736-762.
- Okoro, C. O., Ezeabazilia, V., & Alajekwu, U. B. (2018). Analysis of the Determinants of Dividend Payout of Consumer Goods Companies in Nigeria. *Annals of Spiru Haret University Economic Series*. 141-166.
- Pinto, G., & Rastogi, S. (2019). Sectoral Analysis of Factors Influencing Dividend Policy: Case of an Emerging Financial Market. *J. Risk Financial Manag.* 12 (110).
- Pradnyani, N. L. P. S. O., Astika, I. B. P., & Badera, I. D. N. (2013) *Good Corporate Governance* sebagai Prediktor Kinerja Keuangan dan Implikasinya pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*.
- Prastya, A. H., & Jalil, F. Y. (2020). Pengaruh *Free Cash Flow, Leverage, Profitabilitas, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan* terhadap Kebijakan Dividen. *CURRENT (Jurnal Kajian Akuntansi dan Bisnis Terkini)*. 1 (1).
- Puspaningsih, A., & Pratiwi, R. G. (2017). Determinan Kebijakan Dividen di Indonesia: *Good Corporate Governance (GCG)* sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Islam*. 21 (2), 118.
- Randy, V., & Juniarti. (2013) Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance* terhadap Nilai Perusahaan yang terdaftar di BEI 2007-2011 (Studi pada Perusahaan Sektor Industri). *Jurnal Business Accounting Review*. 1 (2).
- Ratnasawi, P. S. P., & Purnawati, N. K. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Tingkat Pertumbuhan Perusahaan dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen. *E-Journal Manajemen*. 8 (10), 6179-6198.
- Republik Indonesia. (2007). Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (Lembaran Negara Nomor 106 Tahun 2007, Tambahan Lembaran Neagara Republik Indonesia Nomor 4756).
- Riyadhoh, S., Andini, R., & Paramita, P. D. (2018). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen sebagai variabel moderating (pada Perusahaan Industri Barang Konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2011-2016). *Journal of Accounting*. 4 (4).
- Riyanto, B. (2010). *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*, Edisi 4. Cetakan Ketujuh. Yogyakarta: BPFE.
- Riyanto, S., & Hatmawan, A. A. (2020) Metode Riset Penelitian Kuantitatif Penelitian di Bidang Manajemen, Teknik, Pendidikan dan Eksperimen. Yogyakarta: Deepublish.
- Sari, S. W. & Hidayat, I. (2017). Pengaruh Struktur Modal. Likuiditas terhadap Profitabilitas Perusahaan Makanan dan Minuman di BEI. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen (JIRM)*. 6 (6).
- Sejati, F. R., Ponto, S., Prasetianingrum, & Sumartono, S. (2020). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen. *Berkala Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. 5 (2), 110-131.
- Setiyowati, S. W., & Sari, A. R. (2017). Pengaruh *Corporate Governance* dan Kinerja Keuangan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2015. *Jurnal AKSI (Akuntansi dan Sistem Informasi)*. 2 (1), 45-57.

- Singla, H. K., & Samanta, P. K. (2018). Determinants of Dividend Payout of Construction Companies: A Panel Data Analysis. *Journal of Financial Management of Property and Construction*. 24 (1).
- Sudiartana, I. G. P., & Yudiantara, I. G. A. P. (2020). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Profitabilitas, dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen. *JIMAT (Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi Undiksha*. 11 (2), 287-298.
- Sugiyono, (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sulyanti, N. H. (2011). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Tingkat *Leverage*, Kesempatan Investasi dan Konsentrasi Kepemilikan terhadap Kualitas Implementasi *Good Corporate Governance*. Skripsi. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Wulandari, (2017). Pengaruh Likuiditas dan Struktur Modal terhadap Profitabilitas pada Industri *Pulp and Paper* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *JOM FISIP*. 4 (2).
- Yousaf, I., Ali, S., & Hassan, A. (2019). Effect Of Family Control on Corporate Dividend Policy of Firms In Pakistan. *Financial Innovation*. 5 (42).