

# **ANALISIS PENGARUH PROFITABILITAS, STRUKTUR MODAL, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, DAN KEPEMILIKAN SAHAM MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN TARIF PAJAK SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

## **(Studi pada Emiten yang Terdaftar di Indeks IDX High Dividend 20 Periode 2018-2021)**

**Romanus Bintang Aria Novendra, Raden Djoko Sampurno<sup>1</sup>, Nana Varian Januardi**

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

### **ABSTRACT**

*Dividends are one of the reasons why people buy stocks. However, different research always produce varied results when it comes to the factors that determine a company's dividend policy. The purpose of this study is to re-examine the factors that influence corporate dividend policies, particularly those of companies that consistently give substantial dividends, using changes in the dividend tax rate specified in PMK No.18 of 2021 as the moderating variable.*

*As the object of this study, companies featured in the IDX High Dividend 20 index are used. From 2018 through 2021, 12 companies that fit the criteria were examined as samples and assessed using Moderated Regression Analysis.*

*The research results show that profitability, capital structure, company growth and managerial share ownership are able to influence the IDX High Dividend 20 company's dividend policy, but only profitability and capital structure are able to partially influence dividend policy. The dividend tax rate has not been able to become a moderating variable, which due to the lack of reaction from investors and management in responding to these regulations. This lack of reaction is likely due to the dividend tax exemption requirements which require investors to re-invest dividends received for at least 3 years in domestic investment instruments.*

*Keywords: Dividend policy, dividend tax rate, profitability, leverage, managerial ownership*

### **PENDAHULUAN**

Saham atau surat berharga menjadi contoh instrumen investasi yang sering dipilih banyak orang, menurut Mishkin dan Eakins (2018) saham merupakan sebuah surat memiliki nilai dan dimiliki sebagai representasi kepemilikan perusahaan. Dengan demikian pemilik saham dari sebuah perusahaan berhak atas sebagian keuntungan yang diperoleh perusahaan dan berhak memberikan suara dalam pengambilan sebuah pengambilan keputusan. Instrumen saham ini juga menjadi salah satu instrumen investasi favorit masyarakat Indonesia, dilansir dari data KSEI (Kustodian Sentral Efek Indonesia), jumlah investor saham per bulan Juni 2022 menyentuh angka 4.002.289 SID (Single Investor Identification)

Tingginya minat investor dalam berinvestasi saham tidak terlepas dari keuntungan-keuntungan yang dapat diperoleh dari instrumen saham itu sendiri, salah satunya adalah dividen, menurut Horne & Wachowicz (2008), dividen adalah sejumlah porsi keuntungan yang dibagikan kepada para investor perusahaan. Meski begitu, dijelaskan pula oleh Horne & Wachowicz bahwa dividen juga dapat dibagikan dalam bentuk saham, dividen saham ini akan menambah jumlah saham yang dimiliki investor.

Namun berbeda perusahaan, berbeda pula kebijakan dividen yang diterapkan. Hal ini dikarenakan kebijakan dividen akan berdampak pada jumlah laba yang ditahan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan, mulai dari pembayaran biaya operasional, pembayaran hutang, hingga digunakan untuk ekspansi usaha. Sehingga kebijakan dividen bergantung pada faktor tertentu yang

---

<sup>1</sup> Corresponding author

---

berkaitan dengan keadaan perusahaan. Tingkat profitabilitas, struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan kepemilikan saham oleh pihak manajemen menjadi faktor yang diperkirakan berdampak pada kebijakan pendistribusian dividen.

**Tabel 1**  
**Fenomena Gap Determinan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan IDX HIGHDIV 20 Tahun 2018-2021**

	ROE	DER	AG	SM	DPR
2018	30,19%	238,97%	10,98%	1,029%	59,88%
2019	26,36%	236,17%	3,52%	1,026%	61,85%
2020	23,03%	266,81%	6,13%	1,064%	66,29%
2021	25,34%	253,40%	13,25%	1,145%	60,64%

Sumber : Laporan Keuangan diolah

Tabel 1 menunjukkan adanya inkonsistensi pengaruh yang ditimbulkan dari masing-masing determinan Kebijakan Dividen (DPR), seperti Struktur Modal (DER) yang menunjukkan pengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen pada tahun 2020 dan 2021, namun pengaruh negatif ditemukan pada tahun 2019. Kemudian Pertumbuhan Perusahaan (AG) dan Kepemilikan Saham Manajerial (SM) menunjukkan pengaruh negatif pada tahun 2019 dan 2021, namun pada tahun 2020 menunjukkan pengaruh yang positif.

Selain adanya inkonsistensi pengaruh, ditemukan adanya *research gap*. Seperti ditemukannya pengaruh positif oleh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen pada penelitian Tang & Elvin (2022) dan Siahaan & Hanantijo (2020), namun pengaruh negatif ditemukan oleh Nurfatma & Purwohandoko (2020) dan Jozwiak (2015). Kemudian Apriliyona & Asyik (2020) menemukan pengaruh positif yang ditimbulkan Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen, namun di sisi lain pengaruh negatif ditemukan oleh Herawati & Fauzia (2018), Narayana & Karri (2018), dan Shabrina & Hadian (2021). Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen menurut Perwira & Wiksuana (2018), namun hasil yang berbeda ditemukan oleh Wahjudi (2020) dan Silaban & Purnawati (2016). Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial terhadap Kebijakan Dividen juga memiliki hasil yang berbeda, Jayanti & Puspitasari (2017) menemukan pengaruh positif yang ditimbulkan Saham Manajerial, namun pengaruh negatif ditemukan oleh Boshnak (2021) dan Tayachi *et al.*, (2022).

Lalu perubahan tarif pajak dividen juga diteliti dalam penelitian ini sebagai variabel moderasi. Pada tahun 2021, pemerintah mengeluarkan sebuah peraturan yang memungkinkan pemegang saham dapat memperoleh insentif pajak dividen hingga 0%. Melalui Peraturan Menteri Keuangan no. 18 Tahun 2021, dividen dapat terbebas dari tarif pajak dengan syarat di investasikan kembali di dalam negeri sekurang-kurangnya selama 3 tahun.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### *Bird in The Hand Theory*

Pada dasarnya, dividen mampu meminimalisir risiko saham (Gordon & Lintner dalam Brigham and Ehrhardt, 2014). Hal ini dikarenakan kepastian keuntungan yang didapatkan dari dividen lebih tinggi daripada capital gain yang diharapkan, sehingga muncul sebuah istilah lebih menguntungkan memiliki 1 burung di tangan dibandingkan 1000 burung di udara.

### *Signaling Theory*

Diperkenalkan oleh Michael Spence (1973) artikelnya yang berjudul Market Signaling, konsep sinyal ini kemudian diadaptasi oleh para ahli keuangan untuk menjelaskan perilaku perusahaan dan pasar keuangan. Perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung memberikan sinyal positif melalui kebijakan dividen yang lebih besar. Namun, perusahaan yang tidak terlalu menguntungkan atau yang membutuhkan modal untuk investasi masa depan mungkin memilih untuk menahan dividen mereka, meskipun hal ini dapat menimbulkan persepsi negatif di kalangan investor.

### ***Trade-off Theory***

Dalam Brigham & Houston (2014), teori ini menyatakan perusahaan harus melakukan trade-off dalam memutuskan tingkat hutang yang digunakan dalam struktur modal. Hutang yang tinggi akan menguntungkan perusahaan dalam hal pajak, namun di sisi lain hutang yang tinggi juga meningkatkan risiko gagal bayar. Hutang yang tinggi akan menyebabkan beban hutang dan bunga yang tinggi pula sehingga laba yang tersisa dari perusahaan akan lebih sedikit pula, sehingga hal ini dapat mengakibatkan minimnya jumlah dividen yang dibagikan oleh perusahaan.

### ***Pecking Order Theory***

Dalam Gitman & Zutter (2012), teori ini menyatakan bahwa manajemen perusahaan memiliki sebuah urutan prioritas dalam pemilihan sumber dana untuk membiayai proyek-proyek bisnis perusahaan. Urutan tersebut dimulai dari dana internal (laba ditahan), hutang, dan terakhir ekuitas. Urutan prioritas ini secara tidak langsung akan mempengaruhi kebijakan dividen. Karena ketika perusahaan sedang fokus meningkatkan pertumbuhan perusahaan, maka perusahaan membutuhkan anggaran untuk mendanai proyek dalam jumlah besar sehingga ada kemungkinan seluruh atau sebagian laba yang diperoleh perusahaan akan ditahan sehingga dividen yang dibagikan akan berkurang.

### ***Agency Theory***

Dicetuskan pertama kali oleh Jensen & Mecking (1976), agency theory adalah suatu teori yang menjelaskan tentang hubungan antara pemilik (principal) dan manajer (agent) dalam suatu perusahaan. Teori ini menekankan bahwa pemilik dan manajer memiliki kepentingan yang berbeda, di mana pemilik ingin memaksimalkan nilai perusahaan sementara manajer lebih tertarik pada kepentingan pribadi seperti mendapatkan imbalan yang lebih besar, pengaruh, dan keamanan pekerjaan. Oleh karena itu, kebijakan perusahaan, termasuk kebijakan dividen, dapat dipengaruhi oleh konflik kepentingan antara pemilik dan manajer

### ***Tax Preference Theory***

Diperkenalkan pertama kali oleh Litzenberger & Ramaswamy (1979), teori ini menyatakan bahwa investor cenderung memilih investasi dengan struktur pajak yang paling menguntungkan bagi mereka. Jika dividen dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada capital gain, investor akan lebih memilih untuk menginvestasikan uang mereka ke dalam saham yang memperoleh capital gain daripada menerima dividen. Sebaliknya, jika capital gain dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada dividen, investor akan cenderung memilih untuk menerima dividen daripada berinvestasi dalam saham yang lebih menguntungkan dari capital gain.

## **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen**

Profitabilitas diyakini dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Signalling theory beranggapan, perusahaan dengan kemampuan mencetak laba yang lebih tinggi cenderung menyebarkan sinyal positif melalui pembagian dividen yang besar, begitu pula sebaliknya. Pengaruh positif tersebut dibuktikan dalam penelitian yang dilakukan oleh Siahaan & Hanantjo (2020) serta Shabrina & Hadian (2021). Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, terdapat kemungkinan bahwa profitabilitas mampu memberikan dorongan positif terhadap kebijakan pendistribusian dividen.

H1: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen.

## **Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen**

Porsi hutang yang tinggi akan membebani perusahaan dengan beban hutang dan beban bunga yang tinggi juga, kondisi ini dapat menyebabkan perusahaan mengurangi atau menunda pembayaran dividen demi pelunasan pinjamannya, pada saat seperti inilah perusahaan harus melakukan trade off antara membagikan dividen atau melunasi pinjaman.

Pengaruh negatif antara struktur modal dan kebijakan dividen ini juga dibuktikan dalam penelitian yang dilakukan Narayana & Karri (2018) serta Herawati & Fauzia (2018). Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, terdapat kemungkinan bahwa struktur modal mampu menekan kebijakan pendistribusian dividen secara negatif.

H2: Struktur Modal berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen.

### **Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen**

Kondisi perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi biasanya memiliki kebutuhan dana yang besar demi membiayai proyek bisnisnya. Kebutuhan dana yang besar ini akan berimbas pada jumlah keuntungan yang didistribusikan perusahaan. Pernyataan ini diperkuat oleh pecking order theory yang berpandangan bahwa perusahaan lebih suka memanfaatkan laba yang ditahan terlebih dahulu untuk membiayai proyek-proyek bisnisnya, sehingga hal ini dapat mengurangi tingkat dividen yang dibagikan. Tang & Elvin (2022) serta Wahjudi (2018) setuju bahwa pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan cenderung mengurangi jumlah dividennya. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, terdapat kemungkinan bahwa pertumbuhan perusahaan mampu menekan kebijakan pendistribusian dividen secara negatif.

H3: Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen.

### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen**

Konflik keagenan merupakan hal yang sering ditemui pada perusahaan yang memisahkan fungsi kepemilikan dan manajemen, yang dapat dilakukan demi meminimalisir konflik ini adalah dengan melibatkan manajemen ke dalam kepemilikan perusahaan. Dengan begitu manajemen akan lebih mempertimbangkan keputusan yang dapat mengakomodasi kepentingan pihak pemegang saham maupun pihak manajemen. Silaban & Purnawati (2016) serta Jayanti & Puspitasari (2017) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial dapat mendukung pembagian dividen oleh perusahaan. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, terdapat kemungkinan bahwa kepemilikan saham manajerial mampu memberikan dorongan positif terhadap kebijakan pendistribusian dividen.

H4: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen.

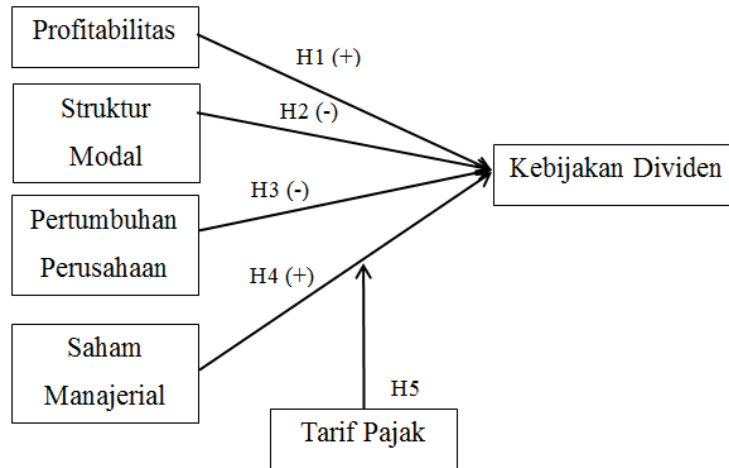
### **Pengaruh Pajak sebagai Variabel Moderasi pada pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial terhadap Kebijakan Dividen**

Tax preference theory menjelaskan, bahwasanya investor akan menghindari perusahaan dengan dividen tinggi bila pajak dividen yang diberlakukan di negara tersebut lebih tinggi daripada pajak capital gain. Penurunan tarif pajak berdasarkan PMK No.18 tahun 2021 dapat menjadi angin segar bagi para investor, tidak terkecuali para jajaran manajemen yang memiliki saham perusahaan. Wang & Guo (2011) menemukan adanya perilaku oportunistis yang ditunjukkan dalam perusahaan dengan saham manajerial yang tinggi, dimana para jajaran manajemen cenderung meningkatkan pembagian dividen setelah diberlakukannya peraturan pemotongan dividen pajak. Perilaku yang serupa ditemukan oleh Nam et al., (2011), dimana jajaran manajemen yang memiliki saham perusahaan dalam jumlah besar juga cenderung melakukan pembagian dividen.

Sebelumnya, sudah pernah terjadi perubahan peraturan terkait dengan pajak dividen di Indonesia, seperti pada tahun 2009 dimana pajak dividen turun yang semula 15% menjadi 10% lewat Peraturan Pemerintah No.19 2009. Penelitian yang dilakukan oleh Zulaikah & Lesmana (2013) menunjukkan bahwa penurunan tarif pajak dividen pada saat itu mampu memperkuat pengaruh kepemilikan saham manajerial terhadap kebijakan dividen kearah positif. Sehingga berdasarkan penjelasan di atas, diduga bahwa Pajak mampu memoderasi pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial terhadap Kebijakan Dividen.

H5: Pajak mampu memoderasi pengaruh Kepemilikan Manajerial secara simultan terhadap Kebijakan Dividen.

**Gambar 1**  
**Kerangka Pemikiran Teoritis**



**METODE PENELITIAN**  
**Definisi Operasional Variabel**

**Tabel 2**  
**Definisi Operasional Variabel**

No.	Variabel	Definisi Operasional	Indikator
1.	Profitabilitas (X1)	Kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan melalui hasil penjualan, serta penggunaan aktiva maupun modal sendiri.  (Sartono, 2015)	$ROE = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Ekuitas}}$  (Horne & Wachowicz, 2008)
2.	Struktur Modal (X2)	Komposisi hutang, ekuitas, dan sumber dana lain yang digunakan perusahaan.  (Berk & De Marzo, 2017)	$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$  (Berk & De Marzo, 2017)
3.	Pertumbuhan Perusahaan (X3)	Perubahan (kenaikan/penurunan) total aset perusahaan.  (Brigham & Houston, 2015)	$Growth = \frac{\text{Total Aset}_t - \text{Total Aset}_{t-1}}{\text{Total Aset}_{t-1}}$  (Silaban & Purnawati, 2016)
4.	Kepemilikan Saham Manajerial (X4)	Presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen  Sujono dan Soebiantoro (dalam Silaban dan Purnawati, 2016)	$SM = \frac{\text{Jumlah saham manajemen}}{\text{Total saham beredar}}$  (Silaban & Purnawati, 2016)
5.	Tarif Pajak (Z)	“Kontribusi wajib kepada negara yang terutang oleh orang pribadi atau badan yang bersifat memaksa berdasarkan Undang-Undang, dengan tidak mendapatkan imbalan secara langsung dan digunakan untuk keperluan negara bagi sebesar-besarnya kemakmuran rakyat.”  (UU No. 28 Tahun 2007)	Nilai 1: Setelah PMK No. 18 Tahun 2021 diberlakukan. Nilai 0: Sebelum PMK No. 18 Tahun 2021 diberlakukan.

6.	Kebijakan Dividen (Y)	Keputusan mengenai jumlah dan jenis yang dibagikan pada investor serta stabilitas pembagian dividen.	$DPR = \frac{\text{Total Dividen}}{\text{Total Laba Bersih}}$
		(Brigham & Ehrhardt, 2014)	(Horne & Wachowicz, 2008)

Sumber : Berbagai sumber, diolah.

### Populasi dan Sampel

Populasi yang diambil untuk penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar pada indeks IDX HIGH DIV 20 tahun 2018-2021 dengan total 31 perusahaan terdaftar. Lalu dilakukan *Purposive Sampling* untuk mendapatkan sampel yang memenuhi kriteria sehingga didapatkan 12 perusahaan yang memenuhi kriteria. Adapun kriteria yang dimaksud dirinci pada tabel 3.

**Tabel 3**  
**Kriteria Pemilihan Sampel**

Emiten termasuk ke dalam Indeks IDX HIGH DIV 20 selama tahun 2018 hingga 2021.	31
<b>Dikurangi:</b>	
Emiten tidak terdaftar ke dalam Indeks IDX HIGH DIV 20 secara konsisten selama tahun 2018 hingga 2021.	(19)
Emiten tidak menyediakan laporan tahunan secara lengkap selama tahun 2018 hingga 2021.	(0)
Emiten tidak rutin membagikan dividen selama tahun 2018 hingga 2021.	(0)
<b>Emiten yang terpilih sebagai sampel</b>	<b>12</b>

Sumber : Data diolah.

### Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yakni dokumen laporan tahunan perusahaan yang dirilis di situs resmi perusahaan serta data-data keuangan yang didapatkan dari *Bloomberg* sebagai pelengkap.

### Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode *Moderated Regression Analysis* untuk menganalisis pengaruh variabel-variabel yang diteliti serta menggunakan aplikasi SPSS versi 25 sebagai alat pengolah data. Persamaan regresi yang digunakan adalah berikut ini:

$$Y = \alpha + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \beta_4X_4 + \beta_5X_4*Z + e$$

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

**Tabel 4**  
**Statistik Deskriptif**

	N	Nilai Min.	Nilai Maks.	Mean	Standar Deviasi
<b>ROE</b>	48	,03	1,45	,2568	,34400
<b>DER</b>	48	,32	6,90	2,5552	2,38273
<b>AG</b>	48	-16,20	69,58	8,6350	13,88194
<b>SM</b>	48	,00	,12	,0107	,03375
<b>DPR</b>	48	25,00	103,16	61,8618	25,80300
<b>Valid N</b>	48				

Sumber : Output SPSS 25

**Uji Normalitas**

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Kolmogorov Smirnov**

		Unstandardized Residual
N		48
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,0318158653566704
Most Extreme Differences	Absolute	,0106
	Positive	,088
	Negative	-,0106
Test Statistic		,0106
Asymp. Sig. (2-tailed)		,200 <sup>c,d</sup>

Sumber : Output SPSS 25

Hasil pengujian tingkat signifikansi berada di nilai 0,200, yakni lebih besar dibandingkan dengan 0,05. Dengan begitu didapatkan simpulan bahwa model regresi terbebas dari masalah normalitas data.

**Uji Multikolinearitas**

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Multikolinearitas**

Model	Statistik Kolinearitas	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
LnROE	,976	1,025
LnDER	,938	1,066
LnAG	,979	1,021
LnSM	,753	1,327
LnSMxZ	,800	1,251

Sumber: Output SPSS 25

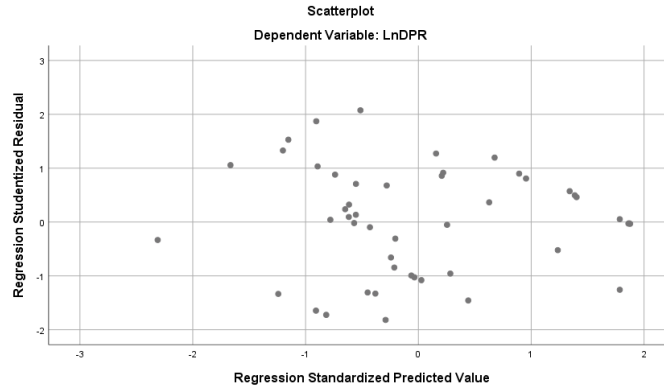
Hasil pengujian menunjukkan seluruh nilai tolerance berada di atas ambang batas 0,10, dapat dilihat pula seluruh nilai VIF yang juga berada di bawah ambang batas 10. Dengan hasil ini didapatkan sebuah simpulan bahwa model regresi yang digunakan terbebas dari masalah multikolinearitas

**Uji Autokorelasi**

Pada pengujian ini, nilai Durbin-Watson menunjukkan nilai 1,780. Sedangkan syarat tidak terjadinya autokorelasi adalah  $dU < d < 4-dU$ . Diketahui pula  $N = 48$  dengan  $k = 4$ , sehingga didapatkan nilai  $dU = 1,7206$ . Sehingga didapatkan pertidaksamaan  $1,7206 < 1,780 < 2,2794$ , maka dari itu didapatkan sebuah simpulan bahwa model regresi ini terbebas dari masalah autokorelasi.

**Uji Heteroskedastisitas**

**Gambar 2**  
**Diagram Scatter Plot**



Sumber: Output SPSS 25

Dengan dasar diagram di atas, dapat terlihat bahwa tidak terdapat pola teratur yang terbentuk oleh titik-titik di dalam diagram, sehingga didapatkan sebuah simpulan bahwa model regresi ini terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

**Koefisien Determinasi**

Koefisien determinasi yang ditunjukkan oleh nilai adjusted R<sup>2</sup> memiliki nilai 0,422 atau 42,2%, yang berarti variabel profitabilitas, struktur modal, pertumbuhan perusahaan, dan kepemilikan saham manajerial, mampu menjelaskan 42,2% variasi variabel kebijakan dividen. Sedangkan 57,8% lainnya dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak menjadi fokus utama dalam pengujian ini.

**Pengujian Hipotesis**

**Tabel 6**  
**Hasil Uji-T**

Model	Unstdz. Coefficients		Stdz. Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error			
1 (Constant)	4,501	0,416		10,812	0,000
LnROE	0,302	0,060	0,568	5,062	0,000
LnDER	-0,131	0,049	-0,307	-2,679	0,010
LnAG	0,086	0,079	0,122	1,087	0,283
LnSM	-1,857	1,779	-0,133	-1,044	0,302
LnSMxZ	-3,191	3,324	-0,119	-0,960	0,343

Sumber : Output SPSS 25

$$Y = 4,501 + 0,302 (ROE) - 0,131(DER) + 0,086 (AG) - 1,857 (SM) + -3,191(SM * Z) + e$$

**Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil penelitian menunjukkan adanya dampak positif profitabilitas perusahaan terhadap kebijakan pendistribusian dividen, dibuktikan dengan nilai t variabel profitabilitas senilai 5,062 dengan signifikansi 0,00 yang berada di bawah ambang batas 0,05.

Dengan hasil ini, teori sinyal terbukti dan berlaku pada objek penelitian ini. Teori sinyal beranggapan bahwa perusahaan dengan kemampuan mencetak laba yang lebih tinggi cenderung menyebarkan sinyal positif kepada investor melalui pembagian dividen. Laba yang tinggi akan memberikan keleluasaan bagi manajemen untuk mengalokasikan kembali laba yang didapatkan, sehingga ketika seluruh beban operasional perusahaan telah mampu terakomodasi sisa laba bersih



yang ada dapat ditahan maupun didistribusikan pada pemilik saham. Pendistribusian dividen ini juga menjadi pertanda kesehatan finansial perusahaan yang baik, sehingga bukan tidak mungkin dengan rutin membagikan dividen, perusahaan mampu menarik para investor untuk menjadi salah satu pemilik sahamnya.

Penelitian ini mendapatkan hasil yang serupa dengan Siahaan & Hanantijo (2020), Tang & Elvin (2022), serta Ahmad & Wardani (2014) yang menemukan bahwa secara parsial, profitabilitas memberikan dorongan positif terhadap kebijakan pendistribusian dividen.

### **Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan dividen, dibuktikan dengan nilai t variabel struktur modal sebesar -2,679 dengan signifikansi sebesar  $0,010 < 0,05$ .

Trade-off theory terbukti dengan adanya hasil penelitian ini. Hutang dapat menjadi bumerang bagi perusahaan, bila dimanfaatkan dengan baik maka hutang dapat memberikan banyak keuntungan, mulai dari mendongkrak pendapatan hingga keuntungan pajak, namun bila pengelolaannya buruk maka hutang hanya akan menjadi beban yang menyulitkan perusahaan dan tidak jarang hutang membuat sebuah perusahaan bangkrut.

Maka dari itu dalam menentukan kebijakan finansial, khususnya hutang, tidak jarang perusahaan perlu melakukan trade-off agar kebijakan finansial yang diterapkan tidak membahayakan perusahaan. Dalam kasus ini adalah pendistribusian dividen, dengan rasio hutang yang tinggi maka kemungkinan perusahaan untuk mendistribusikan dividen menjadi kecil. Ini disebabkan oleh beban perusahaan yang tinggi dikarenakan harus membayar pokok hutang beserta bunganya. Sehingga menyebabkan laba bersih tergerus dan pada akhirnya dividen yang dibagikan akan cenderung rendah.

Narayana & Karri (2018), Herawati & Fauzia (2018), dan Shabrina & Hadian (2021) juga sepakat bahwa secara parsial struktur modal mampu menekan kebijakan pendistribusian dividen ke arah negatif.

### **Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen**

Dalam hasil penelitian ini, menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen secara parsial, ditunjukkan oleh nilai t variabel pertumbuhan perusahaan sebesar 1,087 dengan signifikansi sebesar  $0,283 > 0,05$  sehingga H3 ditolak.

Hasil ini bertentangan dengan Pecking Order Theory yang menyebutkan bahwa manajemen perusahaan memiliki sebuah urutan prioritas pemilihan sumber dana untuk membiayai proyek-proyek bisnis perusahaan. Urutan yang dimaksud adalah dana internal (laba ditahan), hutang, lalu ekuitas perusahaan. Ketika manajemen memutuskan untuk fokus pada pertumbuhan perusahaan, manajemen akan berupaya untuk meningkatkan aset, salah satunya dengan membiayai proyek-proyek bisnis yang sekiranya akan memberikan keuntungan baik dalam jangka pendek maupun panjang.

Strategi ini akan meningkatkan kebutuhan dana perusahaan sehingga mengakibatkan perusahaan cenderung menahan laba yang diperoleh agar nantinya dapat digunakan untuk mendanai proyek bisnisnya demi meningkatkan pertumbuhan perusahaan, karena dana internal (laba ditahan) merupakan sumber pendanaan utama dalam perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian, urutan pendanaan yang disebutkan dalam pecking order theory tidak selalu diterapkan oleh perusahaan-perusahaan yang terdaftar dalam indeks IDX HIGH DIVIDEND 20. Hal ini mungkin dilakukan sebagai bentuk komitmen terhadap investor untuk secara konsisten membagikan dividen bahkan ditengah masa pandemi yang menjadi tantangan besar setiap perusahaan. Bentuk komitmen ini mungkin terjadi dengan adanya clientele effect, yang merupakan sebuah pendapat yang menyatakan bahwa perusahaan dapat menarik dan mempertahankan kelompok investor tertentu apabila mampu memenuhi preferensinya, dalam kasus ini adalah kelompok investor yang dimaksud adalah yang lebih menyukai keuntungan dari dividen. Sehingga secara tidak langsung akan membuat perusahaan cenderung tidak mengubah kebijakan dividennya.

Meski H3 tidak dapat dibuktikan, Mauris & Rizal (2021), Ahmad & Wardani (2014), Kristanti & Putri (2022), dan Solihati (Solihati, 2020) menemukan hasil yang serupa yang

menyatakan bahwa pertumbuhan tidak ada dampak signifikan yang diberikan pertumbuhan perusahaan pada kebijakan pendistribusian dividen secara parsial.

### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajerial tidak memiliki pengaruh signifikan secara parsial terhadap kebijakan dividen, hal ini ditunjukkan dengan nilai  $t$  variabel kepemilikan saham manajerial sebesar  $-1,044$  dengan signifikansi sebesar  $0,302 > 0,05$ .

Berdasarkan agency theory, konflik keagenan akan sangat rentan terjadi dalam perusahaan yang memisahkan fungsi kepemilikan dan direksi. Pemilik akan selalu mendorong pihak direksi untuk memaksimalkan nilai perusahaan sedangkan pihak direksi/manajemen akan lebih tertarik pada kepentingan pribadi seperti imbalan yang besar, pengaruh, dan keamanan pekerjaan. Dalam kasus ini apabila dikaitkan dengan kebijakan dividen, pihak pemilik cenderung lebih menginginkan agar perusahaan selalu membagikan dividen secara maksimal agar pemilik dapat merasakan nilai perusahaan secara konkrit, sedangkan pihak manajemen mungkin tidak akan selalu membagikan dividen sehubungan dengan kondisi perusahaan.

Dengan kepemilikan saham oleh jajaran manajemen, diharapkan konflik keagenan tersebut dapat diminimalisir karena jajaran manajemen juga mampu memposisikan diri sebagai pemilik perusahaan sehingga lebih mempertimbangkan kepentingan pemilik. Meski begitu dalam kasus ini, kepemilikan manajerial tidak memberikan dampak yang signifikan. Hal ini mencerminkan beberapa hal, pertama konflik keagenan yang rendah hal ini dapat terjadi apabila bila apabila kedua belah pihak cenderung memiliki kepentingan yang sejalan terlepas dari jumlah saham yang dimiliki oleh jajaran manajemen. Kemudian bila ditelusuri lebih dalam lagi, kepemilikan saham manajerial perusahaan IDX HIGH DIV 20 sangat rendah, hanya Adaro Energy Tbk. yang memiliki komposisi saham manajerial di atas 1%, hal ini mengakibatkan suara yang dimiliki pihak manajemen tidak begitu berpengaruh terhadap keputusan kebijakan dividen karena saham yang dimiliki sangat kecil.

Meski dengan ini H4 ditolak, Mardani et al., (2018), Sulimin et al., (2022), dan Nurlaila (2021) memiliki penemuan yang serupa yang menyatakan bahwa secara parsial, tidak ada dampak signifikan yang diberikan saham manajerial pada kebijakan pendistribusian dividen.

### **Pengaruh Pajak sebagai Variabel Moderasi pada pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial terhadap Kebijakan Dividen**

Dalam penelitian ini pajak dividen tidak mampu menjadi variabel moderasi pada pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial terhadap Kebijakan Dividen, ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar  $0,343 > 0,05$  dengan hasil ini maka H5 ditolak.

Berdasarkan tax preference theory, investor akan lebih memilih keuntungan dari dividen dibandingkan dari capital gain ketika pajak dividen lebih rendah daripada pajak capital gain. PMK No.18 tahun 2021 yang mulai berlaku pada tahun 2021 memungkinkan investor terbebas dari pajak dividen, sehingga secara otomatis pajak dividen dapat menjadi lebih rendah daripada pajak capital gain. Namun investor tidak memperoleh pembebasan pajak dividen ini secara cuma-cuma, dikarenakan investor wajib melakukan reinvestasi dividen yang diperoleh ke dalam instrumen investasi dalam negeri selama minimal 3 tahun.

Selain itu, Shofiyah et al., (2023) melakukan wawancara terhadap pihak investor, sekuritas, petugas pajak, konsultan pajak dan akademisi terkait dampak yang dirasakan setelah penerapan PMK No.18 tahun 2021. Dalam wawancara ini, pihak investor dan sekuritas setuju bahwa peraturan ini memang memberikan keuntungan namun di sisi lain memberikan beban administrasi karena perlu melaporkan dividen yang diterima secara manual. Selain itu konsultan pajak berpendapat bahwa PMK akan menguntungkan bagi wajib pajak badan, namun bagi wajib pajak perseorangan sebaiknya syarat dan ketentuannya dihilangkan. Pihak sekuritas juga menambahkan bahwa belum ada perubahan pada pergerakan harga saham maupun perilaku investor setelah PMK No.18 tahun 2021 diberlakukan.

Peraturan ini seharusnya menjadi angin segar bagi para investor, meski begitu hal ini tidak membuat variabel pajak mampu menjadi variabel moderasi dalam penelitian ini. Minimnya reaksi pemegang saham maupun manajemen perusahaan terhadap peraturan pembebasan pajak dividen ini mungkin disebabkan oleh adanya syarat tertentu yang harus dipenuhi sebelum menerima pembebasan pajak dividen sehingga peraturan ini dinilai tidak begitu menarik bagi para investor,

terlebih lagi peraturan ini diberlakukan pada masa pandemi dimana orang-orang akan merasa lebih aman ketika memiliki aset yang lebih mudah dicairkan.

## **KESIMPULAN**

### **Simpulan**

1. Kebijakan Dividen perusahaan IDX HIGH DIV 20 dipengaruhi oleh Profitabilitas secara positif.
2. Kebijakan Dividen perusahaan IDX HIGH DIV 20 dipengaruhi oleh Struktur Modal secara Negatif.
3. Kebijakan Dividen perusahaan IDX HIGH DIV 20 tidak dipengaruhi oleh pertumbuhan perusahaan.
4. Kebijakan Dividen perusahaan IDX HIGH DIV 20 tidak dipengaruhi oleh kepemilikan saham manajerial.
5. Pajak dividen tidak mampu menjadi variabel moderasi dalam pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial terhadap Kebijakan Dividen perusahaan dalam indeks IDX HIGH DIV 20.

### **Keterbatasan**

1. Pada uji koefisien determinasi, model regresi masih belum dapat menjelaskan variasi variabel dependen secara menyeluruh, dibuktikan dengan nilai koefisien determinasi yang hanya senilai 42,3% saja. Hal ini memberikan informasi bahwasanya variabel profitabilitas, struktur modal, pertumbuhan perusahaan dan kepemilikan saham manajerial memiliki pengaruh yang terbatas terhadap kebijakan dividen, khususnya pada perusahaan dalam indeks IDX HIGH DIV 20.
2. Periode penelitian sebenarnya hendak diambil lebih luas lagi untuk memperbanyak jumlah sampel, mengingat indeks IDX HIGH DIV 20 hanya berisikan 20 perusahaan saja. Namun dikarenakan indeks IDX HIGH DIV 20 baru dibuat pada tahun 2018 dan data yang tersedia secara lengkap hanya sampai tahun 2021, periode penelitian ini menjadi sangat terbatas.

### **Saran**

#### **Bagi Perusahaan**

Berdasarkan hasil penelitian ini, perusahaan dapat fokus untuk memperbaiki atau meningkatkan ROE dan DER perusahaan karena dua hal tersebut sangat berpengaruh terhadap jumlah laba yang didistribusikan kepada pemilik saham. Dengan menjaga profitabilitas dan komposisi hutang perusahaan dalam tingkat yang baik dan stabil, perusahaan akan mampu mempertahankan kebijakan dividennya secara konsisten. Dengan begitu hal ini akan mampu menarik minat investor untuk berinvestasi, khususnya para investor yang menyukai keuntungan dari dividen.

#### **Bagi Investor**

Dalam penelitian ini profitabilitas dan struktur modal masih menjadi faktor yang perlu dipertimbangkan ketika hendak berinvestasi pada perusahaan yang rutin membagikan dividen. Meskipun pertumbuhan perusahaan dan kepemilikan saham manajerial memang tidak berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen. Namun dalam dunia nyata tentu saja investor tidak bisa mengabaikan faktor-faktor lain, maka dari itu kita perlu melihat kembali persamaan regresi yang dihasilkan dalam penelitian ini secara utuh.

Nilai beta pertumbuhan perusahaan memang memiliki nilai yang paling rendah, meski begitu nilai beta kepemilikan saham manajerial memiliki nilai yang paling tinggi, sehingga investor perlu menaruh perhatian bila memiliki saham perusahaan dengan jumlah saham manajerial yang tinggi karena dapat memberikan pengaruh yang signifikan bila dihitung bersama variabel yang lainnya.

#### **Bagi Akademisi**

Berdasarkan keterbatasan yang dialami selama penelitian ini, diharapkan kalangan akademisi dapat meneliti topik yang serupa dengan penelitian ini, namun dengan variabel yang lebih variatif dan metode penelitian yang berbeda pula. Dengan periode data yang lebih luas

diharapkan hasil yang didapatkan akan jauh lebih kokoh dan konsisten sehingga dapat memberikan penjelasan yang lebih valid terkait faktor-faktor yang berdampak terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang rutin membagikan dividen dalam jumlah besar. Selain itu kalangan akademisi juga memperhatikan faktor-faktor lain di luar perusahaan, baik itu faktor makro maupun faktor yang berhubungan langsung dengan pemegang saham.

## REFERENSI

- Ahmad, G.N. and Wardani, V.K. (2014) 'The Effect of Fundamental Factor To Dividend Policy: Evidence in Indonesia Stock Exchange', *International Journal of Business and Commerce*, 4(02), pp. 14–25. Available at: [www.ijbcnet.com](http://www.ijbcnet.com)
- Apriliyona, N. and Asyik, N.F. (2020) 'Pengaruh Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Leverage, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen', *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 9(5), pp. 1–22.
- Berk, J. and DeMarzo, P. (2017) *Corporate Finance: The Core*. 4th edn. Pearson.
- Boshnak, H.A. (2021) 'The impact of board composition and ownership structure on dividend payout policy: evidence from Saudi Arabia', *International Journal of Emerging Markets* [Preprint]. doi:10.1108/IJOEM-05-2021-0791.
- Brigham, E.F. and Ehrhardt, M.C.. (2014) *Financial Management*. 14th edn. South-West, Cengage Learning.
- Brigham, E.F. and Houston, J.F. (2014) *Fundamentals of Financial Management*. 14th edn. Cengage Learning.
- Gitman, L.J. and Zutter, C.J. (2012) *Principals of Managerial Finance*. 13th edn. Pearson.
- Herawati, A. and Irradha Fauzia, F. (2018) 'The Effect of Current Ratio, Debt to Equity Ratio and Return on Asset on Dividend Payout Ratio in Sub-sector Automotive and Component Listed in Indonesia Stock Exchange in Period 2012–2016', *KnE Social Sciences*, 3(10), pp. 1076–1086. doi:10.18502/kss.v3i10.3450.
- Horne, J.C. Van and Wachowicz, J.M. (2008) *Fundamental of Financial management, Professional Housing Management Practices in Hong Kong*.
- Ida Setya Dwi, J. and Ayu Febriyanti, P. (2017) 'Struktur Kepemilikan Dan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia', *The Indonesian Journal of Applied Business*, 1(1), pp. 1–13.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) 'THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE', *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360.
- Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015) 'Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies', *Procedia Economics and Finance*, 23(October 2014), pp. 473–477. doi:10.1016/s2212-5671(15)00490-6.
- Kristanti, F.T. (2022) 'The Effect of Performance on Dividend Policy Case Study on Indonesian Mining Sector Companies', (2019), pp. 2425–2434.
- Litzenberger, R.H. and Ramaswamy, K. (1979) 'The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence', *Journal of Financial Economics*, 7(2), pp. 163–195.
- Mardani, R.M. *et al.* (2018) 'Ownership Structure, Corporate Governance and Dividend Policy: Evidence from Indonesia', *The 2018 International Conference of Organizational*

*Innovation*, pp. 1249–1255.

Mishkin, F.S. and Eakins, S.G. (2018) *Financial Markets and Institutions*. 9th edn. Pearson.

Nam, J., Wang, J. and Zhang, G. (2011) ‘The Impact of Dividend Tax Cut and Managerial Stock Holdings on Firm’s Dividend Policy’, *SSRN Electronic Journal* [Preprint].  
doi:10.2139/ssrn.492802.

Narayana, M.S. and Karri, H.K. (2018) ‘AN EMPIRICAL ANALYSIS OF DETERMINANTS OF DIVIDEND POLICY OF NSE NIFTY COMPANIES’, *International Journal of Research in Economics and Social Sciences (IJRESS)*, 8(9), pp. 12–19.

Nurfatma, H. and Purwohandoko, P. (2020) ‘Pengaruh Cash Flow, Ukuran Perusahaan Dan Kinerja Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Infrastruktur Di Indonesia’, *PROFIT: Jurnal Kajian Ekonomi dan Perbankan Syariah*, 4(1), pp. 1–14.  
doi:10.33650/profit.v4i1.1079.

Nurlaila (2021) ‘The Effect of Managerial Ownership, Leverage and Profitability on Dividend Policy on Manufacturing Companies Listed on the Indonesia’, *International Journal of Global Accounting, Management, Education, and Entrepreneurship*, 1(2), pp. 172–184.  
doi:10.48024/ijgame2.v1i2.33.

Perwira, A.A.G.A.N. and Wiksuana, I.G.B. (2018) ‘PENGARUH PROFITABILITAS DAN PERTUMBUHAN ASET TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN’, *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 7(7), pp. 3767–3796.  
doi:10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i07.p12.

Sartono, A. (2015) *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. 4th edn. Yogyakarta: BPFE.

Shabrina, W. and Hadian, N. (2021) ‘The influence of current ratio, debt to equity ratio, and return on assets on dividend payout ratio’, *International Journal of Financial, Accounting, and Management*, 3(3), pp. 193–204. doi:10.35912/ijfam.v3i3.221.

Shofiyah, I. *et al.* (2023) ‘Jurnal Akuntansi dan Keuangan’, *Journal Akuntansi dan Keuangan*, 28(1), pp. 48–54. doi:http://doi.org/10.23960/jak.v28i1.872.

Siahaan, A.P. and Hanantijo, D. (2020) ‘The Role of Profitability on Dividend Policy in Property and Real Estate Registered Subsector Company in Indonesia’, *International Journal of Progressive Sciences and Technologies (IJPSAT)*, 23(2), pp. 376–383. Available at: <https://dosen.perbanas.id/docs/wp-content/uploads/2020/08/BKD-2020-2021-Gasal-Artikel-The-Role-of-Profitability.pdf>.

Silaban, D.P. and Purnawati, N.K. (2016) ‘Pengaruh Profitabilitas, Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan Dan Efektivitas Usaha Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur’, *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(2), pp. 1251–1281.

Solihati, G.P. (2020) ‘THE EFFECT OF CURRENT RATIO, AND GROWTH ASSETS ON DIVIDEND POLICY’, *EPRA International Journal of Multidisciplinary Research (IJMR)*, 6(2), pp. 133–141.

Spence, M. (1973) ‘Job Market Signaling’, *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), pp. 355–374.

Sulimin *et al.* (2022) ‘The Effect of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Debt Policy, Profitability and Company Size on Devidend Policy on Hospital and Tourism Service Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange’, *International Journal of Social Science Research and Review*, 5(9), pp. 446–457.

- Tang, S. and Elvin, E. (2022) 'Indikator Keuangan dalam Laporan Keuangan dan Kebijakan Dividen', *E-Jurnal Akuntansi*, 32(10), p. 2959. doi:10.24843/eja.2022.v32.i10.p05.
- Tayachi, T. *et al.* (2022) 'How does ownership structure affect the financing and dividend decisions of firm?', *Journal of Financial Reporting and Accounting* [Preprint]. doi:10.1108/JFRA-09-2021-0291.
- Wahjudi, E. (2020) 'Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange', *Journal of Management Development*, 39(1), pp. 4–17. doi:10.1108/JMD-07-2018-0211.
- Wang, C.F. and Guo, Y. (2011) 'Do dividend tax cuts lead firms to increase dividends: Evidence from China', *China Journal of Accounting Research*, 4(4), pp. 197–209. doi:10.1016/j.cjar.2010.06.001.
- Zulaikah, N. and Lasmana, M.S. (2013) 'Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Pembayaran Dividen dan Efek Moderasi Penurunan Tarif PPh Dividen WPOP Dalam Negeri', *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(2), pp. 95–105. doi:10.9744/jak.15.2.95-105.