

**Analisis Current Ratio, Debt to Equity Ratio , Tingkat Pertumbuhan dan Rasio Pembayaran Dividen  
Studi Empiris pada Badan Usaha Milik Negara Tahun 2003-2006**

**Jurnal**

**Oleh**

**JUNI DEARMANITA DAMANIK\*)**

**SULAEMAN RAHMAN NIDAR\*\*)**

**\*) Alumni Program MM FE-Unpad 2008**

**\*\*\*) Dosen FE-Unpad**



**FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS PADJADJARAN**

**BANDUNG**

**2010**

## **Analisis Current Ratio, Debt to Equity Ratio , Tingkat Pertumbuhan dan Rasio Pembayaran Dividen Studi Empiris pada Badan Usaha Milik Negara Tahun 2003-2006**

### **ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empirik pengaruh likuiditas yang diukur dengan *current ratio*, solvabilitas yang diukur dengan *debt to equity ratio* dan tingkat pertumbuhan yang diukur dengan tingkat pertumbuhan internal terhadap rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*). Variabel-variabel ini kemudian dianalisis dengan menggunakan metode *pooled regression*.

Sampel penelitian ini terdiri dari 32 BUMN kecuali perbankan selama periode tahun 2003-2006. Uji asumsi klasik mengindikasikan adanya gangguan heteroscedastisitas, sehingga untuk memperoleh model regresi tidak dapat dilakukan dengan metode kuadrat terkecil. Metode regresi yang digunakan adalah menggunakan kuadrat terkecil tertimbang (*Weighted Least Squares*).

Hasil analisis menunjukkan model regresi yang diperoleh signifikan pada taraf  $\alpha=5\%$  dengan koefisien determinasi sebesar 77,68%. Hasil uji individual menunjukkan *current ratio* berpengaruh positif, sedangkan *debt to equity ratio* dan *internal growth rate* berpengaruh negatif. Pengaruh ketiga variabel independen terhadap variabel dependen seluruhnya signifikan pada  $\alpha=5\%$  dan sesuai dengan prediksi awal.

Kata-kata kunci : *dividen, current ratio, debt to equity ratio, internal growth rate*, Badan Usaha Milik Negara.

## **ABSTRACT**

*This study empirically examines the influence of liquidity measured by current ratio, solvency measured by debt to equity ratio and growth rate measured by internal growth rate to dividend payout ratio. These variables are analyzed using pooled regression method.*

*The sample of this study consist of 32 State Owned Enterprises except banking in period 2003-2006. Testing the assumption of Classical Linear Regression Model indicates heteroscedasticity. Because of that, we cannot use the Ordinary Least Square method to make the regression model. To examine the influence of liquidity, solvency, and growth rate, Weighted Least Squares is used in this study.*

*The analysis result shows that the model is statistically significant at level  $\alpha=5\%$  with coefficient of determination as 77,68%. The individual test results indicate that current ratio has the positive influence, on the other hand debt to equity ratio and internal growth rate have the negative influence. The influence of all independent variables to the dependent variable is significant at level  $\alpha=5\%$  and consistent with the previous prediction.*

*Keywords : dividend, current ratio, debt to equity ratio, internal growth rate, state owned enterprise.*

## Pendahuluan

Manajer merupakan orang yang bertanggung jawab dalam melaksanakan operasional perusahaan. Dalam melaksanakan kegiatan tersebut, manajer memiliki kebijakan dalam menetapkan struktur modal yang digunakan perusahaan dan besarnya *capital expenditure* yang berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Secara garis besar, fungsi manajer keuangan yang utama adalah dalam hal keputusan investasi, keputusan pembiayaan dan keputusan dividen untuk suatu perusahaan

Manajer sering bertindak tidak untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*shareholder*) dalam menjalankan operasi perusahaan, melainkan meningkatkan kesejahteraan dirinya sendiri. Kondisi ini menimbulkan perbedaan kepentingan antara *shareholder* dengan manajer yang mengakibatkan timbulnya konflik. Konflik ini disebabkan oleh pemisahan antara kepemilikan dan fungsi pengelolaan yang disebut dengan konflik keagenan atau *Agency Conflict*. Biaya yang timbul atau dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengatasi *agency conflict* disebut *agency cost*. Pemilik perusahaan (*shareholder*) menginginkan tingkat pengembalian sebesar mungkin yang dicerminkan dengan baiknya kinerja perusahaan jika dilihat dari sisi *return on equity (ROE)* yang pada akhirnya akan mempengaruhi besarnya jumlah dividen yang diterima.

Besarnya dividen yang diterima oleh pemegang saham sangat ditentukan oleh kebijakan dividen yang dilakukan dalam perusahaan tersebut. Dividen diartikan sebagai pembayaran kepada pemegang saham (*shareholder*) atas keuntungan yang diperoleh perusahaan. Kebijakan dividen akan melibatkan dua pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya dan kepentingan perusahaan dengan laba ditahannya (*retained earning*). Kebijakan dividen pada hakekatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham (*dividend pay out ratio*) dan yang akan ditahan sebagai laba ditahan (*retained earning*) (Levi dan Sarnat, 1990). Miller dan Modigliani, 1961 telah mengembangkan *irrelevant dividend* yang selanjutnya disusul dengan beberapa studi yang membahas tentang pembayaran dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan dividen.

Sebagai pemilik pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN), negara dalam hal ini diwakili oleh pemerintah, juga menginginkan tingkat pengembalian yang tinggi dari investasi pada BUMN yaitu berupa dividen yang merupakan bagian pemerintah atas laba BUMN. Hal ini sangat beralasan mengingat tujuan pendirian BUMN bentuk persero antara lain adalah untuk mencari keuntungan (*profit*) dan memberikan sumbangan bagi perkembangan perekonomian nasional pada umumnya dan penerimaan negara pada khususnya (UU nomor 19 tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara).

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) adalah badan usaha yang seluruh atau sebagian modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan. Kekayaan negara yang dipisahkan adalah kekayaan negara yang berasal dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) untuk dijadikan penyertaan modal negara pada BUMN baik Persero maupun Perum serta perseroan terbatas lainnya. Penyertaan secara langsung tersebut merupakan investasi jangka panjang untuk memperoleh manfaat ekonomi, sosial, dan / atau manfaat lainnya sebagaimana dituangkan dalam Undang-undang Nomor 1 tahun 2004 tentang Perbendaharaan Negara.

BUMN memiliki peranan yang penting dalam perekonomian nasional yaitu menjadi pelaku ekonomi yang diandalkan dalam pembangunan ekonomi nasional. Peran ini direalisasikan melalui kemampuan BUMN menyumbang penerimaan bagi negara dalam bentuk dividen, pajak, maupun hasil divestasi atau privatisasi, menciptakan lapangan kerja dan memberi pelayanan yang prima kepada masyarakat. Dengan perannya yang begitu besar dalam perekonomian Indonesia, kinerja BUMN akan sangat berpengaruh terhadap perekonomian nasional.

Fahri Hamzah (2007) melakukan penelitian tentang kinerja BUMN di Indonesia dan menyimpulkan bahwa kinerja perusahaan BUMN di Indonesia belum maksimal. Hal ini ditunjukkan dengan tingkat profitabilitas yang masih sangat rendah. Rendahnya tingkat profitabilitas tersebut tergambar dari rata-rata *return on asset* hanya sekitar 2,5% per tahun dan *return on equity* yang tidak stabil yaitu berkisar 7% per tahun

Keberadaan BUMN sering dikaitkan dengan UUD 1945 Pasal 33 sehingga BUMN di Indonesia masih menguasai sektor-sektor strategis perekonomian nasional, seperti: telekomunikasi, minyak dan gas, perkebunan dan kehutanan, serta perbankan. Dukungan dari pemerintah masih terasa kuat, selain itu, pemerintah juga masih menjadi pemilik mayoritas BUMN. Jumlah penyertaan modal negara pada BUMN di Indonesia tahun 2004 sampai dengan 2007 diperlihatkan pada tabel dibawah ini.

**Tabel**  
**Penyertaan modal negara pada BUMN**

Tahun	Penyertaan Modal Negara (Rp)
2004	359.981.268.000.000,00
2005	393.102.042.283.196,00
2006	427.734.043.176.954,00
2007	455.367.879.000.000,00

Sumber : Data Laporan Keuangan Pemerintah Pusat Diolah

Sebagai pemegang saham mayoritas, negara berhak atas dividen yang dihasilkan oleh BUMN yaitu bagian pemerintah atas laba BUMN. Besarnya jumlah dividen yang dibayarkan kepada negara sebagai pemegang saham sangat tergantung kepada dua hal yaitu profitabilitas dan kebijakan dividen. Profitabilitas merupakan suatu keharusan agar BUMN dapat membagikan dividen sebab hanya perusahaan yang memperoleh laba yang dapat membagikan labanya sebagai dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menetapkan berapa bagian dari laba yang akan diinvestasikan kembali dan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen.

Kebijakan dividen perusahaan merupakan salah satu keputusan yang paling banyak dibuat berdasarkan pertimbangan sebab belum ada suatu rumusan berapa jumlah dividen optimal yang dibayarkan kepada *shareholder* untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen merupakan bagian dari rencana penggunaan laba sebab hanya perusahaan yang menghasilkan laba yang dapat membagikan dividennya.

Rencana penggunaan laba pada BUMN diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Pada BUMN yang berbentuk Persero dan Perseroan Terbatas, pemegang saham diwakili oleh Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Dalam RUPS diputuskan berapa bagian dari laba yang akan diinvestasikan kembali oleh perusahaan dan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen (rasio pembayaran dividen). Dividen yang diterima negara merupakan salah satu sumber penerimaan dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN).

Dalam RUPS besarnya rasio pembayaran dividen diputuskan dengan mempertimbangkan masukan dari pihak manajemen BUMN. Dengan adanya keterlibatan manajemen BUMN dalam menentukan besarnya pembayaran dividen, maka besarnya dividen tiap BUMN disesuaikan dengan kemampuan dan

kinerja BUMN tersebut. Hal ini tercermin dari perbedaan antara target dan realisasi dividen yang diterima oleh negara selama tahun 2004 sampai dengan 2007 relatif kecil .

Dengan keterlibatan pihak manajemen dalam penetapan besarnya rasio pembayaran dividen maka dapat disimpulkan selain untuk memenuhi target penerimaan dalam APBN, kebijakan dividen pada BUMN juga mempertimbangkan kemampuan dan kinerja perusahaan yang dapat diukur dari rasio-rasio keuangannya. Salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada BUMN adalah kinerja keuangan.

Secara keseluruhan, penyertaan modal pemerintah dan dividen yang diterima meningkat dari tahun ke tahun. Namun jika ditelusuri lebih jauh, dari 139 BUMN yang terdiri dari 14 BUMN bentuk perusahaan umum (Perum) dan 125 BUMN bentuk persero tidak seluruhnya memperlihatkan pembagian dividen yang kontiniu. Selama tahun 2003 sampai dengan tahun 2006 ditemukan beberapa BUMN yang tidak membagikan dividen disebabkan buruknya kinerja keuangan BUMN tersebut. Berikut ini adalah BUMN yang tidak membagikan dividen karena tidak menghasilkan laba

Keberadaan BUMN merupakan manifestasi riil peran negara dalam perekonomian. BUMN merupakan salah satu komponen pengambil keputusan dalam sistem ekonomi Indonesia yang dapat mempengaruhi perilaku komponen pengambil keputusan lainnya. Salah satu peranan BUMN adalah memperkuat Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) melalui kontribusinya terhadap penerimaan perpajakan, dan penerimaan bukan pajak berupa dividen dan hasil privatisasi .

Sebagaimana telah dijelaskan pada latar belakang, *return* yang diterima negara sebagai *shareholder* merupakan salah satu sumber penerimaan dalam APBN. Untuk itu perlu diteliti faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya rasio pembayaran dividen pada BUMN. Fokus masalah penelitian ini adalah menjelaskan bagaimana perkembangan likuiditas, solvabilitas dan tingkat pertumbuhan pada BUMN, serta bagaimana pengaruh variabel-variabel tersebut dalam rasio pembayaran dividen. Maka rumusan masalahnya pada penelitian ini adalah , 1) Bagaimana perkembangan likuiditas, solvabilitas, tingkat pertumbuhan dan rasio pembayaran dividen pada BUMN selama periode penelitian. 2) Bagaimana pengaruh likuiditas, solvabilitas dan tingkat pertumbuhan terhadap rasio pembayaran dividen pada BUMN baik secara simultan maupun parsial.

## Kajian Pustaka

Berdasarkan Undang-undang no. 19 tahun 2003 Badan Usaha Milik Negara (BUMN) adalah badan usaha yang seluruh atau sebagian modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan. Maksud dan tujuan pendirian BUMN adalah:

- 1) Memberikan sumbangan bagi perkembangan perekonomian nasional pada umumnya dan penerimaan negara pada khususnya.
- 2) Mengejar keuntungan.
- 3) Menyelenggarakan kemanfaatan umum berupa penyediaan barang dan/atau jasa yang bermutu tinggi dan memadai bagi pemenuhan hajat hidup orang banyak.
- 4) Menjadi perintis kegiatan-kegiatan usaha yang belum dapat dilaksanakan oleh sektor swasta dan koperasi.
- 5) Turut aktif memberikan bimbingan dan bantuan kepada pengusaha golongan ekonomi lemah, koperasi dan masyarakat.

Berdasarkan tujuan dan modalnya, Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dapat dibedakan menjadi dua jenis yaitu :

- 1) Perusahaan Umum (Perum) adalah BUMN yang seluruh modalnya dimiliki Negara dan tidak terbagi atas saham yang bertujuan untuk kemanfaatan umum berupa penyediaan barang dan / atau jasa bermutu tinggi dan sekaligus mencari keuntungan berdasarkan prinsip pengelolaan perusahaan.
- 2) Perusahaan Perseroan (Persero) adalah BUMN yang berbentuk Perseroan Terbatas yang modalnya terbagi dalam saham yang seluruh atau paling sedikit 51% sahamnya dimiliki oleh Negara Republik Indonesia yang tujuan utamanya adalah mengejar keuntungan.

Ketika memutuskan berapa banyak kas yang harus didistribusikan kepada para pemegang saham, para manajer keuangan harus senantiasa ingat bahwa tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. Akibatnya rasio pembayaran dividen yang dinyatakan sebagai persentase dari laba bersih yang akan dibayarkan sebagai dividen tunai sebaiknya didasarkan pada preferensi investor untuk dividen versus keuntungan modal (*capital gain*).

Dengan melihat model valuasi saham dengan pertumbuhan konstan:



$$= \frac{\quad}{\quad}$$

- Dimana  $P_0$  = Harga Saham  
 $D_1$  = Dividen tahun pertama  
 $k_s$  = biaya modal  
 $g$  = pertumbuhan (*growth*)

Jika perusahaan meningkatkan rasio pembayarannya, hal ini akan menaikkan nilai  $D_1$ . Peningkatan ini akan menyebabkan harga saham mengalami kenaikan. Akan tetapi jika  $D_1$  naik, maka akan lebih sedikit uang yang tersedia untuk reinvestasi, sehingga akan menyebabkan terjadinya penurunan tingkat pertumbuhan yang diharapkan, dan kemudian akan menurunkan harga saham. Jadi setiap perubahan dalam kebijakan pembayaran akan memiliki dua dampak yang saling bertentangan. Oleh karena itu kebijakan dividen yang optimal (*optimal dividend policy*) sebuah perusahaan harus mencapai suatu keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa depan sehingga dapat memaksimalkan harga saham, sehingga muncul berbagai teori tentang dividen.

Beberapa Teori tentang dividen menurut Brigham dan Houston (2004) adalah sebagai berikut:

- 1) Teori Irelevansi dividen (*Dividend Irrelevance Theory*)
- 2) Teori *Bird in Hand*
- 3) Teori Referensi Pajak

Dalam memutuskan berapa banyak arus kas yang akan didistribusikan kepada pemegang saham, ada dua hal yang harus menjadi perhatian yaitu kecukupan pembiayaan perusahaan dan memaksimalkan nilai pemilik perusahaan (pemegang saham). Menurut Gitman (2006:601) ada tiga jenis kebijakan dividen yang biasa digunakan perusahaan. Beberapa perusahaan menggabungkan elemen-elemen dari tiga jenis kebijakan tersebut. Kebijakan dividen yang biasa dilakukan perusahaan adalah:

- 1) Rasio pembayaran dividen secara konstan

Rasio pembayaran dividen mengindikasikan persentase tiap dolar laba bersih diperoleh yang didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk *cash*. Rasio pembayaran dividen dihitung dengan membagi dividen kas per lembar dengan laba bersih per lembar. Dalam kebijakan ini persentase laba yang dibayarkan sebagai dividen dipertahankan

konstan. Kelemahan menggunakan kebijakan ini adalah jika perusahaan mengalami kerugian untuk periode tertentu, maka perusahaan tidak akan membagikan dividen. Padahal dividen sering dianggap sebagai indikator *performance* perusahaan di masa yang akan datang sehingga akan mempengaruhi harga saham.

## 2) Pembayaran Dolar Dividen per Saham

Pembayaran Dolar Dividen per Saham didasarkan pada pembayaran jumlah dolar yang tetap selama periode tertentu. Kenaikan dolar dividen biasanya tidak terjadi sampai manajemen yakin bahwa kenaikan itu dapat dipertahankan di masa depan. Manajemen juga tidak akan mengurangi dividen dolar, sampai bukti secara jelas mengindikasikan bahwa kelanjutan pembayaran dividen tidak dapat dilakukan lagi.

## 3) Pembayaran Dividen yang Kecil Plus Dividen Extra di Akhir Tahun

Perusahaan yang mengikuti kebijakan ini membayar dividen dolar yang kecil ditambah dividen ekstra akhir tahun pada masa jaya. Dividen ini diumumkan menjelang akhir tahun fiskal, ketika keuntungan perusahaan tersebut dapat diestimasi. Tujuan manajemen adalah menghindari konotasi dividen yang permanen.

Likuiditas merupakan kemampuan untuk mengubah asset menjadi kas atau kemampuan untuk memperoleh kas. Jangka pendek secara konvensional dianggap periode hingga satu tahun. Kurangnya likuiditas menghalangi perusahaan untuk memperoleh keuntungan dari diskon atau kesempatan mendapatkan keuntungan.

Hanya perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik yang dapat membagikan labanya kepada pemegang saham dalam bentuk tunai. Penelitian ini memproksikan likuiditas perusahaan dengan *current ratio* yang dirumuskan sebagai berikut:

$$= \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$

Alasan digunakannya *current ratio* adalah disebabkan kemampuannya untuk mengukur:

- 1) Kemampuan memenuhi kewajiban lancar. Semakin tinggi rasio aktiva lancar terhadap kewajiban lancar, semakin besar keyakinan bahwa kewajiban lancar akan dibayar.

- 2) Penyangga Kerugian. Semakin besar penyangga, semakin kecil risikonya. *Current ratio* menunjukkan tingkat keamanan yang tersedia untuk menutup penurunan nilai *non cash current asset* saat *asset* tersebut dilepas atau dilikuidasi.
- 3) Cadangan dana lancar . *Current Ratio* merupakan ukuran tingkat keamanan terhadap ketidakpastian atau kejutan atas perubahan arus kas.

Umumnya semakin tinggi *current ratio*, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar kemampuan jangka pendeknya. Tetapi *current ratio* yang terlalu tinggi juga menunjukkan manajemen yang buruk atas sumber likuiditas. Kelebihan dalam *current asset* seharusnya digunakan untuk membayar dividen, hutang jangka panjang atau untuk melakukan investasi yang menghasilkan *rate of return* yang lebih.

Hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh likuiditas terhadap rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) ditunjukkan pada tabel di bawah ini:

**Tabel 1**  
**Pengaruh Likuiditas terhadap Dividen Payout Ratio**

No.	Peneliti	Sub Variabel	Pengaruh
1	Sri Sudarsi, 2002	Current Ratio	Positif
2	Michell Suharli, 2004	Current Ratio	Positif
3	K. Anil dan S. Kapoor ,2008	Cash Position	Positif

Sumber: Sri Sudarsi (2002), Michell Suharli (2004), K. Anil dan S. Kapoor (2008)

Menurut John J. Wild, K.R. Subramanyam dan Robert F. Hasley, analisis solvabilitas melibatkan beberapa elemen kunci . Analisis struktur modal adalah salah satunya. Struktur modal mengacu pada sumber pendanaan perusahaan. Struktur modal merupakan pendanaan ekuitas dan hutang pada suatu perusahaan. Kepentingan untuk menganalisis struktur modal berasal dari berbagai perspektif, salah satunya adalah perbedaan antara hutang dengan ekuitas.

Ekuitas mengacu pada risiko modal suatu perusahaan yang mencakup pengembalian yang tidak pasti serta tidak adanya pola pembayaran kembali. Modal ekuitas memberikan kontribusi pada stabilitas dan solvabilitas perusahaan, biasanya memiliki sifat permanen, tangguh pada saat-saat sulit dan tidak memiliki persyaratan dividen wajib.

Hutang, baik jangka panjang maupun jangka pendek harus dibayar kembali tanpa memperhatikan kondisi keuangan perusahaan. Selain itu, perusahaan masih harus dibebani dengan pembayaran bunga. Kegagalan membayar hutang dan bunga biasanya menyebabkan proses hukum dimana pemegang saham mungkin kehilangan kendali atas perusahaan dan sebagian atau seluruh investasi mereka. Semakin besar proporsi hutang pada struktur modal, semakin tinggi beban tetap dan komitmen pembayaran kembali yang ditimbulkan, dan semakin tinggi pula ketidakmampuan perusahaan membayar bunga dan pokok pinjaman saat jatuh tempo dan kemungkinan kerugian kreditur juga meningkat.

Ukuran rasio struktur modal mengaitkan komponen struktur modal satu sama lain dengan totalnya. Rasio yang biasa digunakan adalah total hutang terhadap total asset, total hutang terhadap total ekuitas, total hutang jangka panjang terhadap modal ekuitas, hutang jangka pendek terhadap total hutang dan lain-lain. Dalam penelitian ini solvabilitas diproksikan oleh total hutang terhadap modal ekuitas (*total debt to equity capital ratio*).

Rasio total hutang terhadap modal ekuitas (*total debt to equity capital ratio*) dapat dihitung sebagai berikut:

$$= \frac{\text{Total Hutang}}{h}$$

Rasio ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Semakin besar rasio ini maka semakin besar kewajiban perusahaan dan sebaliknya. Peningkatan hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh solvabilitas terhadap rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) ditunjukkan pada table di bawah ini:

**Tabel 2**  
**Pengaruh Solvabilitas terhadap Dividen Payout Ratio**

No.	Peneliti	Sub Variabel	Pengaruh
1	Sri Sudarsi, 2002	DER	Negatif
2	Kania dan Bacon, 2005	DAR	Negatif

Sumber: Kania and Bacon (2005) Sri Sudarsi (2002)

Menurut Rozeff (1982), perusahaan menetapkan rasio pembayaran dividen yang lebih rendah jika perusahaan sedang mengalami tingkat pertumbuhan yang tinggi atau mengantisipasi untuk pertumbuhan yang tinggi sebab tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi akan menyebabkan kebutuhan pendanaan yang lebih besar untuk investasi. Hal ini akan berpengaruh terhadap kebijakan dividen dikarenakan *external financing* akan lebih mahal dibandingkan dengan menggunakan dana internal perusahaan untuk membiayai investasi tersebut.

Tingkat pertumbuhan internal (*Internal Growth Rate*) didanai dari pembiayaan internal tanpa tambahan sumber modal dari luar perusahaan seperti menerbitkan saham baru dan hutang. Tingkat pertumbuhan internal (*Internal Growth Rate*) dapat dihitung sebagai berikut:

$$h = \frac{b \times ROE}{1 - b \times ROE}$$

Maka, tingkat pertumbuhan perusahaan tanpa tambahan external source of capital akan sama dengan rasio *retained earning* dengan *asset*. Artinya suatu perusahaan yang *retained earning* nya relative besar terhadap *asset* dapat menghasilkan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi tanpa meningkatkan jumlah modal.

Sebagai tambahan, faktor faktor yang menentukan tingkat pertumbuhan internal adalah, *retained earning*, *net income*, *equity* dan *asset* seperti dirumuskan di bawah ini :

$$h = \frac{b \times ROE}{1 - b \times ROE}$$

Suatu perusahaan dapat menghasilkan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi tanpa meningkatkan modal dari luar jika perusahaan tersebut :

- 1) Menghasilkan proporsi earning yang tinggi
- 2) Memiliki ROE yang tinggi
- 3) Memiliki DER yang rendah
- 4) Memiliki proporsi pembayaran dividen yang rendah

Hasil penelitian terdahulu tentang pengaruh tingkat pertumbuhan internal (*internal growth rate*) terhadap rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) ditunjukkan pada table di bawah ini:

**Tabel 3**  
**Pengaruh Tingkat Pertumbuhan Internal (*Internal Growth Rate*) terhadap Dividen Payout Ratio**

No.	Peneliti	Sub Variabel	Pengaruh
1	Kania, dan Bacon, 2005	Internal Growth Rate	Negatif
2	H. DeAngelo, L.DeAngelo, dan Stulz, 2004	Internal Growth Rate	Positif
3	Rozeff, 1982	Revenue Growth	Negatif
4	K. Anil dan S. Kapoor , 2008	Sales Growth	Negatif

Sumber: Kania dan Bacon (2005), DeAngelo dan Rene M Stulz (2004), Rozeff (1982) K. Anil dan S. Kapoor (2008)

Rasio ini lebih memberikan gambaran keuntungan yang diperoleh pemegang saham dibandingkan dengan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi rasio akan semakin menguntungkan bagi pemegang saham karena semakin tinggi tingkat pengembalian (*rate of return*) atas modal, ekuitas, saham yang dimilikinya. Payout ratio dapat dihitung dengan membagi dividen kas dengan laba bersih seperti ditunjukkan pada persamaan di bawah ini:

$$= \frac{h}{\text{-----}}$$

Chang dan Rhee (1990) melakukan studi tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *dividen payout ratio*. Mereka menemukan bahwa besarnya *dividend payout ratio* dipengaruhi oleh perubahan pajak pribadi dalam setiap periode. Faktor yang dipilih dan diduga berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* adalah potensi pertumbuhan, variabilitas laba, *nondebt tax shield*, ukuran perusahaan dan profitabilitas. Hasil studi juga menunjukkan bahwa secara keseluruhan periode potensi pertumbuhan dan variabilitas laba berpengaruh negatif terhadap

*dividend payout ratio*. Selanjutnya *nondebt tax shield*, ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Berdasarkan uraian dalam kerangka pemikiran di atas, maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut:

- 1) Likuiditas, Solvabilitas dan Tingkat Pertumbuhan secara simultan memiliki pengaruh terhadap Rasio Pembayaran Dividen pada BUMN.
- 2) Likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap Rasio Pembayaran Dividen pada BUMN.
- 3) Solvabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap Rasio Pembayaran Dividen pada BUMN.
- 4) Tingkat Pertumbuhan memiliki pengaruh negatif terhadap Rasio Pembayaran Dividen pada BUMN.

## **Metode**

Objek penelitian ini adalah Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang berbentuk Perseroan Terbatas. BUMN yang berbentuk Perseroan Terbatas adalah BUMN yang tujuan utamanya mencari keuntungan.

Berdasarkan objek penelitian tersebut, maka unit analisis dan periode penelitian ini adalah:

- 1) Unit Analisis : Unit BUMN yang akan dianalisis adalah perusahaan dengan berbagai jenis usaha yang pada tahun penelitian membagikan dividen kepada pemegang saham (*shareholder*).
- 2) Periode penelitian : Periode penelitian ini adalah dari tahun 2003 sampai tahun 2006

Penelitian ini terdiri dari 4 buah variabel yang terdiri dari 1 buah variabel terikat (*dependent*) dan 3 buah variabel bebas (*independent*). Yaitu Rasio Pembayaran Dividen (DPR) sebagai variabel dependen (Y), Likuiditas sebagai variabel independen (X1), Solvabilitas sebagai variabel independen (X2), dan *Growth rate* sebagai variabel independen (X3).

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang bersifat kuantitatif dan dinyatakan dengan angka-angka, yang menunjukkan nilai dari variabel yang diwakilinya. Data yang digunakan dan dianalisis dalam penelitian ini bersumber pada Laporan Keuangan Pemerintah Pusat (LKPP) tahun 2003

sampai dengan 2006 yang telah diaudit, Laporan Kinerja BUMN tahun 2003 sampai dengan 2006, dan dari BUMN on line.

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini berguna untuk mendapatkan data yang dibutuhkan dalam analisis data, dengan cara sebagai berikut:

- 1) Riset lapangan dan dokumentasi, yaitu melakukan observasi langsung di Kementerian Negara BUMN dan Departemen Keuangan mengumpulkan dokumen-dokumen yang dikeluarkan oleh BUMN yang berhubungan dengan penelitian.
- 2) Penelitian pustaka, seperti jurnal ilmiah, *working paper*, buku, makalah dan artikel yang berhubungan dengan masalah yang diteliti.
- 3) Riset melalui internet, yaitu dengan cara membuka situs *online* yang berhubungan dengan masalah yang diteliti.

Data yang dikumpulkan adalah:

- 1) Data sekunder yang diambil dari Laporan Keuangan Pemerintah Pusat (LKPP) tahun 2003 sampai dengan 2006 yang meliputi neraca dan laporan rugi laba BUMN.
- 2) Data sekunder yang diambil dari Laporan Kinerja BUMN tahun 2003 sampai dengan 2006 yang meliputi rasio-rasio keuangan pada BUMN.
- 3) Selain itu pengumpulan data kepustakaan dilakukan dengan cara menelaah literatur-literatur yang berkaitan dengan penelitian.

Data yang diambil bersifat panel/longitudinal yaitu diambil dari berbagai unit pada suatu periode waktu. Data ini merupakan hasil penggabungan dari *cross section* dan *time series*.

Penelitian ini menggunakan periode waktu penelitian selama 4 tahun yaitu dari tahun 2003 sampai dengan 2006. Teknik penentuan sampel penelitian ini berdasarkan *purposive sampling* dari seluruh perusahaan BUMN yang membagikan dividen pada tahun 2003 – 2006.

Model ekonometrik struktur hubungan *dividend payout ratio (DPR)* merupakan fungsi dari likuiditas dengan proksi *current ratio*, solvabilitas dengan proksi *debt to equity ratio* dan pertumbuhan dengan proksi *internal growth rate*. Model ekonometrik tersebut adalah:

$$= + + + + \quad (3.1)$$

Dimana  $=$  Dividen Payout Ratio unit ke-i pada waktu t

$=$  Current Ratio unit ke-i pada waktu t

$=$  Debt to Equity Ratio unit ke-i pada waktu t





- 3) *Slope coefficients* tetap namun *intercept* berbeda antar unit dan waktu.
- 4) Semua koefisien (*intercept dan slope*) berbeda antar unit
- 5) Semua koefisien (*intercept dan slope*) berbeda antar unit dan waktu.

## **Hasil dan Pembahasan**

Dalam penelitian ini Likuiditas diproksikan oleh Rasio Lancar (*Current Ratio*). Rasio Lancar (*current ratio*) diartikan sebagai kemampuan perusahaan melunasi seluruh kewajiban jangka pendeknya dan kemampuan perusahaan mendanai operasional usahanya. Umumnya semakin tinggi *current ratio*, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar kemampuan jangka pendeknya. Tetapi *current ratio* yang terlalu tinggi juga menunjukkan manajemen yang buruk atas sumber likuiditas.

Kelebihan dalam *current asset* seharusnya digunakan untuk membayar dividen, hutang jangka panjang atau untuk melakukan investasi yang bisa menghasilkan *rate of return* yang lebih tinggi. Perhitungan *Current Ratio* dapat dilihat pada tabel 4. Hasil penelitian menunjukkan secara umum terjadi peningkatan rasio lancar (*current ratio*) dari 201,60 pada tahun 2003 menjadi 219,77 pada tahun 2006.

**Tabel 4**  
**Hasil Perhitungan *Current Ratio***

No	Nama BUMN	Tahun			
		2003 (%)	2004 (%)	2005 (%)	2006 (%)
1	PT. Jasindo	45,26	53,52	72,38	73,99
2	PT. ASEI	29,29	35,59	42,88	145,21
3	PT. Asuransi Jasa Raharja	38,25	19,20	21,18	21,77
4	PT. Adi Karya, Tbk	155,74	161,81	134,12	119,48
5	PT. Waskita Karya	200,11	154,90	126,96	116,81
6	PT. Wijaya Karya, Tbk	138,49	138,12	127,73	124,84
7	PT. Jasa Marga, Tbk	61,94	38,11	32,74	60,87
8	PT. BKI	153,15	195,77	222,38	207,18
9	PT. Pelindo II	122,55	134,27	166,40	267,56
10	PT. Pelindo III	222,48	276,51	291,51	306,23
11	PT. Pelindo IV	81,83	84,34	212,83	260,14
12	PT. Angkasa Pura I	501,48	507,47	408,30	524,49
13	PT. Angkasa Pura II	462,17	555,34	515,17	661,40
14	PT. Bhandas Ghara Reksa(BGR)	196,64	210,15	236,62	165,65
15	PT. Sarinah	247,20	207,22	163,70	148,95
16	PT. Kimia Farma, Tbk	151,63	203,18	225,36	212,06
17	PT. Bio Farma	253,75	369,23	368,31	521,14
18	PT. Kawasan Berikat Nusantara	505,58	378,72	473,10	330,56
19	PT. Kawasan Industri Medan	239,69	186,83	196,83	209,05
20	PTPN V	142,03	116,41	92,87	96,94
21	PTPN X	195,20	204,49	189,63	192,17
22	PTPN XI	166,32	164,65	148,65	178,20
23	PTPN XII	110,08	88,05	108,58	140,85
24	PTPN XIII	90,86	73,75	73,51	53,52
25	PT. Pupuk Sriwijaya	140,95	174,52	160,00	153,51
26	PT. Aneka Tambang, Tbk	568,02	326,33	267,83	281,26
27	PT. Timah, Tbk	248,99	238,49	182,85	158,00
28	PT. Batubara Bukit Asam, Tbk	359,71	378,29	451,14	544,05
29	PT. INTI	257,98	252,38	329,24	236,53
30	PT. Telkom, Tbk	82,41	78,82	76,25	67,78
31	PT. Dahana	148,32	144,36	166,26	168,05
32	PT. Semen Gresik, Tbk	133,25	164,09	172,74	284,45
Rata-rata		201,60	197,34	201,81	219,77
Standard Deviasi		139,62	130,53	129,13	153,50

Sumber: Data Kementerian Negara BUMN diolah

Peningkatan rasio lancar (*current ratio*) akan menyebabkan meningkatnya kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek. Peningkatan dalam membayar kewajiban jangka pendek akan mengurangi pembayaran bunga atas kewajiban jangka pendek. Hal ini tentu akan berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Semakin tinggi rasio lancar (*current ratio*) perusahaan, akan semakin besar kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Solvabilitas diproksikan oleh Rasio Hutang terhadap modal sendiri (*debt to equity ratio*) . Rasio ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Semakin besar rasio ini maka semakin besar kewajiban perusahaan dan sebaliknya. Peningkatan hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Perhitungan rasio ini dapat dilihat pada tabel 5. Hasil penelitian menunjukkan terjadi peningkatan rasio hutang terhadap modal (*debt to equity ratio*) dari 114,44% pada tahun 2003 menjadi 125,15% pada tahun 2006.

**Tabel 5**  
**Hasil Perhitungan Debt to Equity Ratio**

No	Nama BUMN	Tahun			
		2003 (%)	2004 (%)	2005 (%)	2006 (%)
1	PT. Jasindo	199,45	221,23	188,96	165,45
2	PT. ASEI	18,87	16,30	15,01	16,71
3	PT. Asuransi Jasa Raharja	91,89	77,74	66,71	59,71
4	PT. Adi Karya, Tbk	469,61	458,45	549,82	550,43
5	PT. Waskita Karya	261,89	339,41	481,95	496,17
6	PT. Wijaya Karya, Tbk	458,67	554,96	521,64	546,38
7	PT. Jasa Marga, Tbk	249,59	340,33	391,20	329,90
8	PT. BKI	60,71	48,11	41,90	41,99
9	PT. Pelindo II	73,50	56,46	33,34	27,40
10	PT. Pelindo III	24,67	43,00	61,07	47,12
11	PT. Pelindo IV	49,33	40,90	65,42	18,84
12	PT. Angkasa Pura I	9,28	10,49	9,23	8,56
13	PT. Angkasa Pura II	9,41	8,01	6,70	6,40
14	PT. Bhandas Ghara Reksa(BGR)	45,53	44,69	80,55	121,68
15	PT. Sarinah	25,85	38,81	46,45	48,87
16	PT. Kimia Farma, Tbk	81,45	44,05	39,48	44,85
17	PT. Bio Farma	25,30	21,84	21,47	16,54
18	PT. Kawasan Berikat Nusantara	14,20	15,91	14,46	21,01
19	PT. Kawasan Industri Medan	127,69	135,75	99,86	82,09
20	PTPN V	122,03	140,93	153,00	165,72
21	PTPN X	89,81	81,76	120,02	92,07
22	PTPN XI	286,58	263,22	236,63	189,53
23	PTPN XII	83,20	98,36	102,16	110,82
24	PTPN XIII	88,61	48,78	141,47	140,99
25	PT. Pupuk Sriwijaya	127,24	148,48	140,66	137,99
26	PT. Aneka Tambang, Tbk	142,60	147,39	111,33	70,28
27	PT. Timah, Tbk	47,57	60,09	79,12	106,48
28	PT. Batubara Bukit Asam, Tbk	48,70	40,64	37,83	34,85
29	PT. INTI	41,52	54,94	51,42	79,26
30	PT. Telkom, Tbk	169,01	182,65	139,84	138,51
31	PT. Dahana	108,38	94,24	91,52	93,81
32	PT. Semen Gresik, Tbk	95,03	79,70	61,82	34,82
Rata-rata		114,44	120,53	129,45	125,15
Standard Deviasi		117,69	135,09	150,03	150,85

Sumber: Data Kementerian Negara BUMN diolah

Perusahaan yang memiliki rasio hutang terhadap modal (*debt to equity ratio*) lebih besar dari 100% menunjukkan bahwa perusahaan tersebut lebih banyak menggunakan hutang

daripada modal sendiri. Sebaliknya perusahaan yang memiliki rasio hutang terhadap modal (*debt to equity ratio*) lebih kecil dari 100% menunjukkan bahwa perusahaan tersebut lebih banyak menggunakan modal sendiri daripada hutang.

Peningkatan rasio hutang terhadap modal (*debt to equity ratio*) disebabkan adanya peningkatan hutang perusahaan. Peningkatan hutang ini akan menyebabkan *Earning After Tax* berkurang sebab sebagian laba telah digunakan untuk membayar bunga hutang. Hal ini akan berpengaruh terhadap keputusan pembayaran dividen. Semakin besar hutang perusahaan maka akan semakin kecil kemampuan perusahaan dalam pembayaran dividen.

Dalam penelitian ini, tingkat pertumbuhan diproksikan oleh tingkat pertumbuhan internal (*Internal Growth Rate*). Tingkat pertumbuhan internal merupakan tingkat pertumbuhan maksimum yang dapat dilakukan perusahaan tanpa menggunakan pendanaan *external*. Semakin banyak laba ditahan (*retained earning*), maka tingkat pertumbuhan internal semakin tinggi. Peningkatan laba ditahan (*retained earning*) akan mengakibatkan berkurangnya kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perhitungan tingkat pertumbuhan internal dapat dilihat pada tabel 6. Hasil penelitian menunjukkan terjadi peningkatan rata-rata tingkat pertumbuhan internal (*internal growth rate*) dari 5,39% pada tahun 2003 menjadi 6,46 pada tahun 2006.

**Tabel 6**  
**Hasil Perhitungan *Internal Growth Rate***

No	Nama BUMN	Tahun			
		2003 (%)	2004 (%)	2005 (%)	2006 (%)
1	PT. Jasindo	4,44	5,04	5,03	4,99
2	PT. ASEI	5,21	6,58	4,27	2,68
3	PT. Asuransi Jasa Raharja	14,18	1,55	16,38	13,58
4	PT. Adi Karya, Tbk	2,45	2,84	2,73	2,99
5	PT. Waskita Karya	10,87	2,77	2,16	2,83
6	PT. Wijaya Karya, Tbk	1,52	2,31	2,46	3,54
7	PT. Jasa Marga, Tbk	2,50	1,33	2,56	4,27
8	PT. BKI	8,38	14,83	14,48	17,37
9	PT. Pelindo II	8,80	10,96	10,36	5,76
10	PT. Pelindo III	2,73	6,10	7,75	4,84
11	PT. Pelindo IV	3,45	5,12	6,00	6,86
12	PT. Angkasa Pura I	1,05	5,13	5,67	4,35
13	PT. Angkasa Pura II	3,04	7,08	6,93	5,66
14	PT. Bhandas Ghara Reksa(BGR)	5,29	7,77	6,17	6,93
15	PT. Sarinah	5,93	5,58	5,09	2,92
16	PT. Kimia Farma, Tbk	2,26	4,90	2,93	2,19
17	PT. Bio Farma	12,97	15,64	5,29	12,45
18	PT. Kawasan Berikat Nusantara	3,88	2,89	4,20	3,85
19	PT. Kawasan Industri Medan	30,98	2,97	5,60	6,68
20	PTPN V	2,15	4,12	4,24	3,88
21	PTPN X	1,57	2,60	7,49	9,99
22	PTPN XI	0,57	2,15	12,09	9,13
23	PTPN XII	0,84	2,37	3,83	4,75
24	PTPN XIII	1,80	3,43	2,46	0,97
25	PT. Pupuk Sriwijaya	2,88	3,51	3,61	3,53
26	PT. Aneka Tambang, Tbk	3,57	10,37	10,24	15,76
27	PT. Timah, Tbk	0,69	5,27	2,71	4,06
28	PT. Batubara Bukit Asam, Tbk	9,58	11,88	11,10	10,55
29	PT. INTI	3,53	2,70	1,46	0,59
30	PT. Telkom, Tbk	8,98	8,98	8,43	10,48
31	PT. Dahana	1,13	2,46	7,57	4,07
32	PT. Semen Gresik, Tbk	4,15	6,44	10,13	12,87
Rata-rata		5,39	5,57	6,34	6,46
Standard Deviasi		6,02	3,81	3,80	4,39

Sumber: Data Kementerian Negara BUMN diolah

Tingkat pertumbuhan perusahaan tanpa tambahan pendanaan external (*external source of capital*) akan sama dengan rasio *retained earning* dengan *asset*. Artinya suatu perusahaan yang *retained earning* nya relatif besar dibandingkan terhadap *asset* dapat menghasilkan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi tanpa meningkatkan jumlah modal.

Peningkatan tingkat pertumbuhan internal disebabkan adanya peningkatan laba ditahan (*retained earning*). Besarnya laba ditahan (*retained earning*) suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap keputusan pembayaran dividen. Semakin besar laba ditahan (*retained earning*) yang akan digunakan perusahaan maka akan semakin kecil kemampuan perusahaan dalam pembayaran dividen.

Kebijakan dividen merupakan bagian dari rencana penggunaan laba sebab hanya perusahaan yang menghasilkan laba yang dapat membagikan dividennya. Dividen diartikan sebagai pembayaran kepada para pemegang saham oleh perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Semakin besar rasio pembayaran dividen maka semakin besar tingkat keuntungan yang dibagikan kepada para pemilik perusahaan.

Rencana penggunaan laba pada BUMN diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Dalam RUPS diputuskan berapa bagian dari laba yang akan diinvestasikan kembali oleh perusahaan (*retained earning*) dan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen. RUPS yang dilaksanakan pada tahun ke-t akan memutuskan penggunaan laba yang diperoleh pada tahun ke-(t-1).

Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) selama periode 2003 sampai dengan 2006 ditunjukkan pada tabel 7.

Hasil penelitian menunjukkan pola rata-rata rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menurun secara berkesinambungan dari 38,92% pada tahun 2003 menjadi hanya 22,11% pada tahun 2006. Namun dari tahun ke tahun variabilitas rasio pembayaran dividen pada BUMN cenderung menurun yang ditandai dengan penurunan standard deviasi dari tahun 2003 sebesar 19,18 % menurun hingga tahun 2005 hanya sebesar 8,86 %, kemudian naik lagi pada tahun 2006 sebesar 11,76%.



**Tabel 7**  
**Hasil Perhitungan *Dividend Payout Ratio***

No	Nama BUMN	Tahun			
		2003 (%)	2004 (%)	2005 (%)	2006 (%)
1	PT. Jasindo	25,00	15,00	15,00	15,00
2	PT. ASEI	50,00	25,00	25,00	20,00
3	PT. Asuransi Jasa Raharja	32,44	28,39	38,07	33,40
4	PT. Adi Karya, Tbk	25,50	25,50	15,30	10,25
5	PT. Waskita Karya	10,25	39,82	28,05	0,00
6	PT. Wijaya Karya, Tbk	50,00	37,05	24,53	0,00
7	PT. Jasa Marga, Tbk	40,00	53,96	19,06	5,40
8	PT. BKI	49,99	28,55	27,93	13,78
9	PT. Pelindo II	26,04	10,29	30,13	48,41
10	PT. Pelindo III	69,71	43,35	30,00	39,98
11	PT. Pelindo IV	20,00	16,30	15,00	9,99
12	PT. Angkasa Pura I	70,32	35,00	20,00	25,00
13	PT. Angkasa Pura II	64,32	40,00	10,56	24,99
14	PT. Bhandara Ghara Reksa(BGR)	50,01	30,00	38,03	10,01
15	PT. Sarinah	35,00	16,28	19,57	20,00
16	PT. Kimia Farma, Tbk	32,09	25,86	30,00	33,77
17	PT. Bio Farma	40,00	30,00	48,07	13,11
18	PT. Kawasan Berikat Nusantara	44,37	50,52	32,38	32,29
19	PT. Kawasan Industri Medan	6,01	12,00	9,00	9,00
20	PTPN V	59,64	39,00	30,00	25,00
21	PTPN X	30,18	20,34	20,00	18,56
22	PTPN XI	0,00	17,00	25,00	20,53
23	PTPN XII	50,00	20,00	20,00	21,00
24	PTPN XIII	63,40	25,00	20,00	19,92
25	PT. Pupuk Sriwijaya	36,39	13,20	15,46	16,00
26	PT. Aneka Tambang, Tbk	31,85	22,66	22,10	26,00
27	PT. Timah, Tbk	61,70	28,42	30,69	32,50
28	PT. Batubara Bukit Asam, Tbk	5,22	32,50	32,51	32,51
29	PT. INTI	39,28	40,00	40,00	40,00
30	PT. Telkom, Tbk	25,80	23,72	34,43	28,43
31	PT. Dahana	60,04	39,99	23,17	30,00
32	PT. Semen Gresik, Tbk	26,86	17,85	26,24	25,50
Rata-rata		38,92	28,63	25,82	22,11
Standard Deviasi		19,18	11,17	8,86	11,76

Sumber: Data Kementerian Negara BUMN diolah

Penurunan dividen payout ratio dapat disebabkan oleh beberapa hal antara lain perusahaan menahan sebagian labanya sebagai retained earning untuk diinvestasikan kembali,

peningkatan hutang yang menyebabkan *Earning After Tax* berkurang, berkurangnya laba operasi dan lain-lain.

Dalam penelitian ini, data yang digunakan untuk analisis adalah data panel dari 32 BUMN dalam kurun waktu 2003- 2006. Analisis dilakukan dengan metode Regresi Linear Berganda dengan menggunakan bantuan program Eviews 4.1.

Untuk mengetahui pengaruh antara *Current Ratio (CR)*, *Debt to Equity Ratio (DER)* dan *Internal Growth Rate (IGR)* terhadap besarnya *dividend payout ratio (DPR)*, maka dilakukan regresi panel terhadap 32 BUMN dari tahun 2003-2006. Disamping itu, metode yang dipakai untuk mendapatkan persamaan regresi linearnya adalah metode kuadrat terkecil tertimbang (*Weighted Least Squares*). Persamaan regresi tersebut dapat dituliskan dalam bentuk:

$$= + + + +$$

dimana  $i = 1, 2, 3, \dots, 32$  dan  $t = 1, 2, 3, 4$

Dalam analisis data panel ada 2 (dua) pendekatan yang dapat dilakukan yaitu *fixed effect model (FEM)* dan *random effect model (REM) atau error component model (ECM)*. Adapun kriteria pemilihan pendekatan yang dilakukan adalah:

- 1) Jika T (jumlah time series) besar dan N (jumlah cross sectional) kecil, akan terdapat perbedaan yang kecil atas nilai parameter yang ditaksir dengan FEM dan ECM.
- 2) Jika N besar dan T kecil, maka estimasi yang diperoleh akan berbeda secara signifikan. Pada  $ECM = +$  dimana adalah komponen pengganggu cross sectional. Pada FEM adalah tetap, bukan acak. Jika unit cross sectional bukan merupakan pilihan acak dari sampel yang lebih besar maka menggunakan FEM lebih tepat.
- 3) Jika dan satu atau lebih regresor berkorelasi, maka penaksir ECM adalah bias sedangkan FEM tidak bias.
- 4) Jika N besar dan T kecil, dan jika asumsi yang mendasari ECM dipenuhi, penaksir ECM lebih efisien dibanding FEM.

Data penelitian ini mengikuti kriteria kedua, metode regresi yang digunakan adalah dengan pendekatan *fixed effect model (FEM)*. Estimasi terhadap persamaan sebelumnya tergantung kepada asumsi yang dibuat terhadap intercept, slope coefficient dan error term  $u_{it}$ . Dalam penelitian ini

diasumsikan *Intercept* dan *slope coefficient* adalah konstan antar unit dan waktu dan error term  $u_{it}$  berbeda tiap unit dan waktu. Hasil persamaan regresi linear berganda untuk pendekatan *fixed effect model (FEM)* dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

**Tabel 8****Hasil Persamaan Regresi dengan pendekatan *fixed effect model (FEM)*.**

Dependent Variable: DPR?

Method: GLS (Cross Section Weights)

Date: 11/24/08 Time: 22:47

Sample: 2003 2006

Included observations: 4

Number of cross-sections used: 32

Total panel (balanced) observations: 128

One-step weighting matrix

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors &amp; Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	35,28968	1,492555	23,64381	0,00E+00
CR?	0,010295	0,003742	2,750824	0,0068
DER?	-0,032528	0,003517	-9,248872	0,00E+00
IGR?	-0,888324	0,104994	-8,460716	0,00E+00
Weighted Statistics				
R-squared	0,776798	Mean dependent var	38,402	
Adjusted R-squared	0,771398	S.D. dependent var	28,31891	
S.E. of regression	13,53994	Sum squared resid	22732,92	
F-statistic	143,85	Durbin-Watson stat	1,185581	
Prob(F-statistic)	0			
Unweighted Statistics				
R-squared	0,139784	Mean dependent var	28,51216	
Adjusted R-squared	0,118972	S.D. dependent var	14,49788	
S.E. of regression	13,60816	Sum squared resid	22962,58	
Durbin-Watson stat	1,105233			

Sumber: Data Kementerian Negara BUMN diolah

Dari tabel diatas diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$= 35,2897 + 0,0103 \quad - 0,0325 \quad - 0,8883$$

Dari hasil persamaan di atas dapat ditafsirkan:

- a) Bila terjadi perubahan 100% pada *Current Ratio*, maka Dividend Payout ratio akan naik sebesar 1,03%, jika variabel lain dianggap tetap.
- b) Bila terjadi perubahan 100% pada DER, maka Dividend Payout ratio akan turun sebesar 3,25%, jika variabel lain dianggap tetap.
- c) Bila terjadi perubahan 100% pada IGR, maka Dividend Payout ratio akan turun sebesar 88,83 %, jika variabel lain dianggap tetap.

Pengujian Signifikansi bertujuan untuk mengetahui apakah model serta variabel-variabel penjelas signifikan untuk keyakinan tertentu. Uji statistik yang pertama kali harus dilakukan dalam model regresi linear multiple adalah pengujian yang akan menjawab pertanyaan dasar: Adakah hubungan regresi linear antara dependen variabel dengan independen variabel. Jika hasil uji keseluruhan menunjukkan ada hubungan linear antara variabel dependen dengan independen, maka dilakukakan uji individual.

Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat, yaitu dividend payout ratio. Untuk mengetahui hal tersebut dilakukan uji F terhadap model regresi dengan hipotesis sebagai berikut:

$$H_0 : \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$$

$H_1$  : Sekurang-kurangnya ada sebuah  $\beta_i$  yang tidak sama dengan nol

Jika  $H_0$  diterima, maka tidak ada hubungan linear antara variabel dependen dengan variabel independen. Jika  $H_0$  ditolak, maka ada hubungan linear antara variabel dependen dengan variabel independen. Hasil uji F ini dapat dilihat pada tabel 4.8, dimana yang tercantum adalah probabilitas dari F-Statistik. Semakin kecil nilai probabilitas F-Statistik, semakin kuat pengaruh variabel bebas secara

simultan terhadap variabel terikat. Dengan interval keyakinan 95%, agar pengaruh variabel bebas signifikan terhadap variabel bebas, maka probabilitas F-Statistik haruslah lebih kecil dari 5%.

Dari tabel 4.8 terlihat bahwa probabilitas F-Statistic lebih kecil dari 0,05 yaitu 0,000000. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  ditolak. Artinya ketiga variabel yaitu *Current Ratio (CR)*, *Debt to Equity ratio (DER)* dan *Internal Growth Rate (IGR)* secara bersama-sama dapat menjelaskan *Dividend Payout Ratio (DPR)*.

Uji t satu arah dilakukan untuk mengetahui apakah variabel bebas secara parsial memberikan pengaruh terhadap variabel terikat. Pengambilan keputusan dilakukan dengan membandingkan  $t_{hitung}$  dengan  $t_{tabel}$ . Cara lain untuk mengetahui apakah koefisien regresi berpengaruh secara signifikan adalah dengan melihat nilai probabilitasnya.

#### a. *Current Ratio (CR)*

Nilai koefisien  $\beta_2$  adalah 0,0103 dengan nilai probabilitas t-statistic = 0,0068, maka  $H_0$  ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Current Ratio (CR)* **berpengaruh positif** dan **signifikan** terhadap *dividend payout ratio (DPR)* pada interval keyakinan 95%.

#### b. *Debt to Equity Ratio*

Nilai koefisien  $\beta_3$  adalah -0,0325 dengan nilai probabilitas t-statistic = 0,00000, maka  $H_0$  ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Debt to Equity Ratio (DER)* **berpengaruh negatif** dan **signifikan** terhadap *dividend payout ratio (DPR)* pada interval keyakinan 95%.

#### c. *Internal Growth Rate (IGR)*

Nilai koefisien  $\beta_3$  adalah -0,8883 dengan nilai probabilitas t-statistic = 0,00000, maka  $H_0$  ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *Internal Growth Rate (IGR)* **berpengaruh negatif** dan **signifikan** terhadap *dividend payout ratio (DPR)* pada interval keyakinan 95%.

Pada persamaan regresi (4.5) diperoleh nilai  $R^2$  dan *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,7768 dan 0,7714. Artinya variabel bebas (*current ratio, debt to equity ratio dan internal growth rate*) dapat menjelaskan variabel terikatnya sebesar 77,14 %, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak ada dalam model tersebut.

Variabel likuiditas yang diprosikan oleh *Current Ratio (CR)* selama periode penelitian mengalami kenaikan jika dilihat dari rata-rata dari 201% pada 2003 menjadi 219% pada 2006. Kenaikan variabel ini menunjukkan peningkatan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek. Menurut aturan umum yang biasa dipakai *Current Ratio (CR)* 200% menunjukkan perusahaan

secara financial cukup baik. Peningkatan *Current Ratio (CR)* menjadi 219% menunjukkan adanya indikasi penggunaan dana yang tidak efisien.

Hasil uji individu (uji-t) menunjukkan variabel ini memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen dengan *slope coefficient* 0,0103 dan probabilitas t-statistic sebesar 0,0068. Ini berarti bahwa kenaikan *Current Ratio (CR)* sebesar 100% akan mengakibatkan kenaikan dividen sebesar 1,03% atau sebaliknya penurunan *Current Ratio (CR)* sebesar 100% akan mengakibatkan penurunan dividen sebesar 1,03%. *Current Ratio (CR)* digunakan untuk mengukur likuiditas perusahaan. Jika *Current Ratio (CR)* atau likuiditas meningkat maka perusahaan akan membayar dividen yang lebih besar kepada pemegang saham dan sebaliknya jika *Current Ratio (CR)* atau likuiditas menurun maka perusahaan akan membayar dividen yang lebih kecil kepada pemegang saham.

Jika dilihat dari rata-rata, *dividen payout ratio (DPR)* mengalami penurunan dari 38,92% pada 2003 menjadi 22,12% pada 2006, padahal *current ratio (CR)* mengalami kenaikan. Jadi walaupun jika dilihat dari rata-rata variabel *current ratio (CR)* dan *dividen payout ratio (DPR)* memiliki hubungan yang berlawanan, tetapi secara statistik variabel-variabel tersebut memiliki hubungan yang positif signifikan.

Variabel solvabilitas yang diproksikan oleh *Debt to Equity Ratio (DER)* selama periode penelitian mengalami peningkatan jika dilihat dari rata-rata dari 114,44% pada 2003 menjadi 125,15% pada 2006. Peningkatan persentase variabel ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung meningkatkan hutangnya dari pada menerbitkan saham untuk memperoleh pendanaan. Selain itu peningkatan hutang dapat mengindikasikan beberapa hal. Pertama perusahaan mengalami defisit pendanaan internal yang mendorong penambahan dana eksternal melalui hutang. Kedua perusahaan yakin dengan pertumbuhan bisnisnya di masa depan sehingga cenderung meningkatkan pendanaan hutangnya.

Hasil uji individu (uji-t) menunjukkan variabel ini memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen dengan *slope coefficient* 0,0325 dan probabilitas t-statistic sebesar 0,00000. Ini berarti bahwa kenaikan DER sebesar 100% akan mengakibatkan penurunan dividen sebesar 3,25% atau sebaliknya penurunan DER sebesar 100% akan mengakibatkan kenaikan DPR sebesar 3,25%. Dalam penelitian ini *dividen payout ratio (DPR)* jika dilihat dari rata-rata, mengalami penurunan dari 38,92% pada 2003 menjadi 22,12% pada 2006, hal ini sesuai dengan hasil uji individual. Jadi jika dilihat dari rata-rata, variabel *Debt to Equity Ratio (DER)* dan *dividen payout ratio (DPR)* menunjukkan pengaruh yang sama dengan hasil uji individual dan yang dinyatakan dalam teori, yaitu jika perusahaan memiliki banyak hutang, maka perusahaan tersebut memiliki kewajiban untuk membayar bunga, dan *Earning After Tax* akan berkurang yang mengakibatkan menurunnya *dividend payout ratio (DPR)*.

Variabel tingkat pertumbuhan yang diprosikan oleh *Internal Growth Rate (IGR)* menunjukkan adanya peningkatan pertumbuhan internal jika dilihat dari rata-rata 5,39% pada 2003 menjadi 6,46% pada 2006. Peningkatan pertumbuhan internal menunjukkan peningkatan proporsi laba ditahan dibandingkan dengan total asset. Peningkatan laba ditahan ini dapat mengindikasikan perusahaan sedang membutuhkan dana. Peningkatan jumlah laba ditahan akan menurunkan rasio pembayaran dividen. Penurunan rasio pembayaran dividen mengakibatkan jumlah dividen tunai yang diterima negara akan berkurang sehingga kontribusi dividen terhadap penerimaan APBN berkurang pula. Di sisi lain pertumbuhan merupakan hal yang mutlak dimiliki untuk menjaga kelangsungan hidup BUMN, sehingga peningkatan rasio pembayaran dividen dan peningkatan *retained earning* sebagai investasi merupakan *trade off* bagi negara sebagai pemegang saham. Sebab untuk mendukung pertumbuhan yang tinggi rasio pembayaran dividen akan berkurang. Rasio pembayaran dividen yang rendah berimplikasi pada penerimaan negara yang rendah pula.

Berdasarkan Laporan Keuangan Pemerintah Pusat (LKPP) APBN mengalami defisit pada tahun 2005. Namun pemerintah masih mempertahankan tingkat pertumbuhan BUMN yaitu sebesar 6,34%. Artinya pemerintah masih melakukan investasi pada BUMN. Investasi yang dilakukan akan meningkatkan jumlah *asset* BUMN.

Berdasarkan penelitian, peningkatan jumlah *asset* ini juga diikuti dengan peningkatan efisiensi perusahaan dalam kegiatan operasionalnya. Hal ini ditandai dengan peningkatan rata-rata *Return on Asset (ROA)* dari 8,15% pada 2004 menjadi 10,48% pada tahun 2007 (lampiran- 4). Hal ini menunjukkan bahwa investasi dilakukan dengan tepat, sehingga mampu meningkatkan *Return on Asset* BUMN.

Hasil uji individu (uji-t) menunjukkan variabel ini memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen dengan *slope coefficient* 0,8883 dan probabilitas t-statistic sebesar 0,00001. Ini berarti bahwa kenaikan *Internal Growth Rate (IGR)* sebesar 100% akan mengakibatkan penurunan rasio pembayaran dividen sebesar 88,83% atau sebaliknya penurunan *Internal Growth Rate (IGR)* sebesar 100% akan mengakibatkan peningkatan DPR sebesar 88,83%. Dalam penelitian ini *dividen payout ratio (DPR)* jika dilihat dari rata-rata, mengalami penurunan dari 38,92% pada 2003 menjadi 22,12% pada 2006, hal ini sesuai dengan hasil uji individual. Jadi jika dilihat dari rata-rata variabel *Internal Growth Rate (IGR)* dan *dividen payout ratio (DPR)* menunjukkan pengaruh yang sama dengan hasil uji individual dan yang dinyatakan dalam teori.

Nilai  $R^2$  adalah sebesar 0,7768. Artinya variabel bebas (*current ratio, debt to equity ratio dan internal growth rate*) dapat menjelaskan variabel terikatnya sebesar 77,68%, sedangkan sisanya sebesar 22,32% dijelaskan oleh *error term* dan variabel lain yang tidak ada dalam model tersebut.



## DAFTAR PUSTAKA

- Aczel, Amir D. dan Sounderpandian, J. 2002. *Complete Business Statistics*. 5th edition. New York: McGraw-Hill.
- Anil, Kanwal. dan Kapoor Sujata. 2008, "Determinant of Dividend Payout Ratio-A Study of Indian Information Technology Sector", *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 15.
- Baker. Kent, H. Powell. dan E, Gary 1999." How Corporate Managers View Dividend Policy", *Quarterly Journal of Finance and Accounting*. Spring
- Brealey, Richard.A., Myers, Stewart.A, dan Markus, Alan,J. 2004. *Fundamental of Corporate Finance*. 4<sup>th</sup> edition. New York: McGraw-Hill.
- Brigham, Eugene. F. dan Houston, Joel. F . 2004. *Fundamentals of Financial Management* . Edisi Kesepuluh. Terjemahan Ali Akbar Yulianto: Jakarta: Salemba Empat.
- BUMN on line , <http://www.bumn.go.id>
- Darsono, dan Ashari 2005. *Pedoman Praktis Memahami Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Andi.
- DeAngelo, Harry., DeAngelo, Linda. dan Stulz, Rene M. 2004. "Dividend Policy, Agency Cost, and Earned Equity" *National Bureau of Economic Research*.
- Gitman, Lawrence J. 2003. *Principles of Managerial Finance*. 10<sup>th</sup> edition. San Diego: Addison Wesley
- Gujarati, Damodar. 2003, *Basic Econometrics*. 4<sup>th</sup> edition. New York: The McGraw-Hill.
- Hamzah, Fahri, 2007, *Negara, BUMN dan Kesejahteraan Rakyat*. Jakarta: Yayasan Faham Indonesia.
- Kania, Sharon L., dan Bacon, Frank W. 2005. "What Factors Motivated the Corporate Dividend Decision?" *ASBBS E-Journal*. Volume 1, No. 1
- Kementerian Badan Usaha Milik Negara. 2008 *Laporan Kinerja BUMN tahun 2003 – 2007*. Jakarta: Kementerian Badan Usaha Milik Negara 93 94
- Lintner, John. 1956., "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, retained Earning and Taxes", *The American Economic Review*, Vol. 46 No. 2.
- Mahadwarta, Putu A. 2002. "Interdependensi Antara Kebijakan leverage dengan Kebijakan Dividen: Perspektif teori Keagenan", *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi* Vol. 2 No. 2
- Menteri Keuangan RI. 2007. *Laporan Keuangan Pemerintah Pusat tahun 2004, 2005, 2006, 2007*. Jakarta.
- Miller, Merton H., dan Modigliani, Franco. 1961."Dividend Policy, Growth And The Valuation of Share", *The Journal of Business* Vol. XXXIV No.4.
- Palepu, Krishna G., Healy, Paul.M, Bernard, Victor.M. 2004. *Business Analysis and Valuation Using Financial Statement*. Third Edition. Ohio: Thomson South Western.
- Prihantoro. 2003. "Estimasi Pengaruh Dividend Payout Ratio Pada perusahaan Publik di Indonesia", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* No. 1 Jilid 8. Jakarta.
- Ross, Stephen.A. Westerfield, Randolph.W. Jaffe, Jeffrey. 2005. *Corporate Finance* . 7<sup>th</sup> edition. New York: McGraw-Hill.

- Rozeff, Michael S. 1982."Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios", *The Journal of Financial Research*, Vol V No. 3
- Sudarsi, Sri . 2002" Analisis faktor-faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Industri Perbankan yang Listed di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* . Jakarta
- Suharli, Michell. 2007."Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vo. 9 No. 1 95
- Wild,John.J.Subramanyam,K.R.Hasley, Robert.F.2004. *Financial Statement Analysis*. 8<sup>th</sup> edition. New York: McGraw-Hill.
- Winarno, Wing Wahyu. (2007), *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN