

**ANALISIS HUBUNGAN INVESTMENT OPPORTUNITY SETS,  
PROFITABILITAS, LIKUIDITAS DAN HUTANG  
DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN**

(Studi di Bursa Efek Indonesia Periode 2003 - 2007)

Sparta<sup>1</sup>

Ikhsan Yudha Nugraha<sup>2</sup>

**ABSTRACT**

*The objective of this research is to study is to predict return of investment in equity securities. Investors have primarily objective to increase return from their investment. Investors buy stock from public enterprises and may get dividend or capital gain as its return. Focuses on dividend as its return, this research examines how investment opportunity sets, profitability ratio, liquidity ratio, and leverage can be instrument to predict the dividend policy paid by Indonesian firms to their investors.*

*This research examines financial statement of sevareal companies are listed at Indonesia Stock Exchange for period ended December 31, 2002 until December 31, 2006 and one year after for dividend policy. Data is collected from Indonesia Stock Exchange, JSX Statistic, and Indonesia Capital Market Directory. The samples and data are collected using pooling data and purposive sampling method.*

*The variables are Dividend per Share as dependent variable, and Market to Book Value of Equity as the proxy for Investment Opportunity Sets, Return on Investment, Current Ratio and Debt to Equity Ratio as independent variables. The result indicate that positive corellation occurs between profitability and dividend amount at significance level. It means that the more profitable, the more dividend didtributed. On the other hand, negative correlation occurs between IOS, liquidity and leverage level.*

**Keywords :** *Dividend, Investment Opportunity Sets, Profitability, Liquidity, Leverage.*

**PENDAHULUAN**

Dalam menjalankan aktivitas bisnis, perusahaan berusaha untuk mempertahankan kelangsungan usaha (*going concern*) dan terus meningkatkan perkembangannya. Untuk mencapai hal tersebut, diperlukan sumber daya berupa tenaga kerja profesional dan modal yang besar. Berbagai alternatif dalam penghimpunan modal yang besar dilakukan oleh Perusahaan untuk membiayai aktivitas operasi perusahaan. Salah satunya

---

<sup>1</sup> Dosen Tetap STIE - Indonesia Banking School

<sup>2</sup> STIE – Indonesia Banking School

dapat dilakukan dengan cara menerbitkan atau memperdagangkan saham di pasar modal atau dikenal *go public*.

Sampai saat ini, perusahaan yang sudah mendaftarkan sahamnya (*listing*) di Bursa Efek Jakarta lebih kurang 340 perusahaan. Banyaknya jumlah perusahaan yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Jakarta membuat investor kebingungan dalam menentukan keputusan investasi. Investor harus berhati-hati dalam menentukan keputusan investasi karena jika tidak, bukan hanya tidak memperoleh *return* tetapi semua modal awal yang diinvestasikannya juga hilang. Oleh karena itu, investor perlu mengumpulkan informasi lengkap dan tepat mengenai perusahaan yang akan dipilih sebagai tujuan investasi. (Bangun dan Wati, 2007).

Harapan para investor terhadap investasinya adalah untuk memperoleh *return* yang optimal dengan tingkat risiko tertentu. *Return* tersebut dapat berupa *capital gain* ataupun dividen untuk investasi pada saham, dan pendapatan bunga untuk investasi pada surat hutang. *Return* merupakan indikator untuk peningkatan kesejahteraan bagi para investor. Investor akan puas apabila tingkat pengembalian investasinya semakin tinggi dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, investor memiliki kepentingan untuk mampu memprediksi seberapa besar tingkat pengembalian investasi mereka (Suharli dan Oktorina, 2005).

Kebijakan dividen juga dapat digunakan sebagai ukuran dalam analisa prospek perusahaan di masa depan. Sejalan dengan hal tersebut Aharony dan Swary (1980) dalam Suharli (2004) menyatakan bahwa terdapat dua alat ukur untuk mengirimkan informasi kepada publik mengenai prospek masa depan perusahaan yaitu gambaran *earnings* dan dividen. Informasi kebijakan dividen sangat relevan dalam mempengaruhi harga saham di bursa, oleh karena itu jumlah dividen yang dibagikan sangat menentukan kesejahteraan pemegang saham.

Pertanyaan berikutnya ialah mengenai bagaimana penetapan jumlah dividen yang tepat untuk dibayarkan, oleh karena itu kebijakan dividen menjadi sebuah keputusan finansial yang sulit bagi pihak manajemen. Dalam hal ini Ross (1988) yang dikutip langsung oleh Suharli (2004) mengemukakan :

*“Deciding what percentage of earnings to pay out as dividends is a basic policy choice confronting managers because it determines what funds flow to investor and what funds are retained by the firm for reinvestment”.*

Keputusan perusahaan mengenai dividen terkadang diintegrasikan dengan keputusan pendanaan dan keputusan investasinya. Misalnya pada saat perusahaan membukukan laba, namun pembagian dividen justru rendah, mungkin disebabkan manajemen sangat *concern* pada kelangsungan hidup perusahaan dengan melakukan penahanan laba untuk melakukan ekspansi atau membutuhkan kas untuk kebutuhan operasional perusahaan (Suharli dan Oktorina, 2005).

Faktor penentu kebijakan dividen tersebut dianalogikan sebagai sebuah *puzzle* yang berkelanjutan (Black,1976). Menurut Black, kebijakan dividen merupakan teka-teki yang sulit untuk dijelaskan dan selalu menimbulkan tanda tanya bagi investor, kreditor, bahkan kepada kalangan akademisi.

Diawali berdasarkan ide tersebut, dan beberapa peneliti sebelumnya telah mencoba untuk menjawab teka-teki tersebut seperti yang dilakukan oleh Suharli (2004), Suharli dan Oktorina (2005), Elok (2004) dan Christina (2007), peneliti mencoba mengembangkan penelitian tentang kebijakan dividen sebagai variabel terikat dan beberapa faktor yang diduga berpengaruh terhadap dividen pada periode dan proksi penelitian yang berbeda. Penelitian ini bertujuan untuk menguji empat faktor penentu terhadap kebijakan dividen. Adapun faktor yang diduga berpengaruh dan dijadikan variabel bebas dalam penelitian ini ialah kesempatan investasi (*Investment Opportunity*

*Sets-IOS*), profitabilitas, likuiditas dan hutang dengan proksi *Debt to Equity Ratio* (DER) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2003 – 2007.

## **TINJAUAN PUSTAKA**

Ross *et al* (2005) mengemukakan bahwa “*Dividend is a payment made out of a firm’s earnings to its owners, in the form of either cash or stock.*” Selain definisi tersebut, Besley dan Brigham (2000:497) yang dikutip oleh Bangun dan Wati (2007) mendefinisikan dividen sebagai “*distribution made to stockholders from the firm’s earnings, wether those earnings were generated in the current period or in the previous periods.*” Dari kedua definisi tersebut, dapat diketahui bahwa dividen merupakan pembagian laba kepada pemegang saham dalam bentuk dividen kas (*cash dividend*) maupun dividen saham (*stock dividend*) baik laba yang berasal dari laba tahun berjalan ataupun laba periode sebelumnya. Ikatan Akuntan Indonesia (2007), dalam PSAK No.23, merumuskan dividen sebagai distribusi laba kepada pemegang saham sesuai dengan proporsi mereka dari jenis modal tertentu. Laba bersih perusahaan akan berdampak berupa peningkatan saldo laba (*retained earnings*) perusahaan. Apabila saldo laba didistribusikan kepada pemegang saham maka saldo laba akan berkurang sebesar nilai yang didistribusikan tersebut.

Besaran dividen tergantung kebijakan dividen masing-masing perusahaan. Menurut Naveli (1989) yang dikutip oleh Suharli (2007), secara umum kebijakan dividen yang ditempuh perusahaan berupa *Constant Dividend Payout Ratio*, *Stable per Share Dividend* dan *Reguler Dividend Plus Extra* Menurut Bangun *et al* (2007), kebijakan dividen adalah proses penentuan kebijakan perusahaan terkait dengan pembayaran dividen atau tidak, peningkatan atau pengurangan jumlah dividen, atau pembayaran dividen dengan jumlah yang sama dengan yang dibagikan pada periode sebelumnya.

Kebijakan dividen dapat diukur dengan beberapa alat analisis diantaranya adalah *Dividen Payout Ratio* (DPR) dan *Dividen per Share* (DPS).

Anggraeni (2007) dalam penelitiannya menambahkan bahwa agar dihasilkan kebijakan dividen yang efektif, maka seorang manajer haruslah benar-benar memperhatikan faktor-faktor penentu kebijakan dividen tersebut antara lain: (1) Faktor Legalitas, suatu perusahaan tidak dapat membagikan dividen dalam kondisi hutang perusahaan lebih besar daripada harta perusahaan, pembayaran dividen lebih besar dari *retained earning* perusahaan dan pembayaran dividen berasal dari modal yang akan diinvestasikan; (2) Kontraktual, yaitu kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kas ditentukan oleh ketentuan yang membatasi dalam kesepakatan pinjaman; (3) Faktor Internal, yaitu kemampuan perusahaan untuk membayar dividen secara umum ditentukan oleh jumlah aset likuid yang tersedia atau dimiliki; (4) Prospek pertumbuhan, yaitu perusahaan harus menentukan biaya dan seberapa cepat perusahaan tersebut dapat memperoleh pendanaan; (5) *Transaction cost*, bagi investor akan timbul biaya transaksi bila investor melakukan reinvestasi saham dengan menggunakan pendapatannya.

## **KERANGKA PEMIKIRAN**

### **Kesempatan Investasi dan Dividen**

Jika dikaitkan antara konsep IOS dengan kebijakan dividen, Suharli (2007) mengemukakan bahwa jika kondisi perusahaan sangat baik atau sedang dalam kondisi bertumbuh, maka pihak manajemen akan cenderung memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan bahkan untuk mengatasi masalah *underinvestment*. Sebaliknya,

perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*. Partington (1989) dalam Wirjolukito *et al* (2003) menyatakan bahwa perluasan aktiva dan peluang investasi baru yang menguntungkan menjadi faktor yang secara potensial akan mempengaruhi tingkat dividen, hal ini sejalan dengan *residual dividend model* yang menyatakan bahwa pendanaan terhadap peluang investasi yang menguntungkan harus dilakukan terlebih dahulu sebelum dividen dibayarkan. Hal ini mengimplikasikan bahwa rasio pembayaran dividen berbanding terbalik dengan ketersediaan peluang investasi yang menguntungkan (Yuliani *et al*, 2004) dan proksi terbaik yang digunakan untuk mengukur IOS adalah dengan menggunakan *Market to book value of equity ratio* (Kallapur dan Trombley, 1999) dalam Pakaryaningsih (2004).

### **Profitabilitas dan Dividen**

Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan membukukan profit (Wirjolukito *et al*, 2003), sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Bukti empiris yang dilakukan oleh Lintner (1956) menunjang formula tersebut. Dengan demikian profitabilitas diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen.

Penelitian ini hendak menguji dugaan bahwa profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan jumlah dividen. Tingkat pengaruh profitabilitas secara positif diungkapkan oleh Wirjolukito *et al* (2003), Suharli dan Oktorina (2005) serta Ismiyanti dan Mahadwartha (2005).

### **Likuiditas dan Dividen**

Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mendanai operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya menimbulkan dugaan bahwa

perusahaan yang memiliki likuiditas baik memungkinkan pembayaran *return* investasi berupa dividen yang baik pula (Suharli dan Oktorina, 2005) dan Suharli (2007). Menurut Yuliani (2004), keuntungan yang besar belum tentu menunjukkan kemampuan untuk membayar karena tidak menunjukkan jumlah dana yang benar-benar tersedia dalam kas. Keuntungan yang dilaporkan dalam laporan laba rugi ini bersifat akrual bukan kas basis.

### **Hutang dan Dividen**

Secara umum kebijakan hutang mempunyai pengaruh terhadap pembayaran dividen (Ismiyanti, 2005). Pembayaran hutang menyebabkan perusahaan kekurangan kas sehingga kemungkinan akan mengurangi pembayaran dividen sehingga hubungan kebijakan hutang terhadap dividen adalah negatif. Sejalan dengan hal tersebut Yuliani et al (2004) menyatakan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan cerminan atas kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya baik berupa hutang bunga atas penggunaan dana dari pihak luar. DER ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang tersebut. Semakin tinggi kewajiban perusahaan, maka akan menunjukkan kecenderungan menurunnya kemampuan membayar dividen. Lain halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha (2002) yang dikutip oleh Ismiyanti dan Mahadwartha (2005), penelitian tersebut menemukan bahwa hubungan hutang terhadap dividen adalah positif dengan pandangan bahwa perusahaan cenderung membiayai dividen dengan hutang sebagai sinyal bahwa di masa depan terdapat investasi yang menguntungkan.

### **Kesempatan Investasi, Profitabilitas, Likuiditas, Hutang dan Dividen**

Diawali oleh penelitian Suharli (2005,2007), Yuliani *et al* (2004) yang meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya pembayaran dividen, maka penelitian ini hendak menguji apakah secara bersama-sama keempat variabel yang diajukan mampu secara signifikan mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen.

## **Hipotesis Penelitian**

Dari hasil kajian teori di atas, maka hipotesis yang disusun adalah sebagai berikut:

- H1: Kesempatan investasi (IOS) secara signifikan mempengaruhi kebijakan jumlah pembayaran dividen secara negatif.
- H2: Profitabilitas secara signifikan mempengaruhi kebijakan jumlah pembayaran dividen secara positif.
- H3 : Likuiditas secara signifikan mempengaruhi kebijakan jumlah pembayaran dividen secara positif.
- H4 : Hutang secara signifikan mempengaruhi kebijakan jumlah pembayaran dividen secara negatif.
- H5 : Kesempatan Investasi (IOS), Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap kebijakan jumlah pembayaran dividen.

## **METODOLOGI PENELITIAN**

### **Waktu dan Tempat Penelitian**

Penelitian ini dilakukan pada tahun 2008 dengan tujuan untuk melihat pengaruh antar beberapa variabel sehingga penelitian ini bersifat penelitian korelasional. Sasaran penelitian ialah menguji seberapa besar kesempatan investasi (IOS), profitabilitas, likuiditas serta hutang dapat mempengaruhi kebijakan jumlah dividen. Pada penelitian ini yang menjadi variabel bebas yaitu kesempatan Investasi (IOS) yang diproksikan oleh *Market to Book Value of Equity* (MTBVE), profitabilitas diproksikan oleh *Return on Investment* (ROI), likuiditas diproksikan oleh *Current Ratio* (CR) dan hutang yang diproksikan oleh *Debt to Equity Ratio* (DER) serta kebijakan jumlah dividen tunai menjadi variabel terikat (*dependent variable*). Populasi penelitian ini adalah seluruh

perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang membagikan dividen pada tahun 2003-2007.

### **Teknik Pengumpulan Data**

Semua data yang diperlukan dalam penelitian merupakan data sekunder yang diperoleh dari perusahaan manufaktur yang *go-public* di Bursa Efek Jakarta, Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM), *JSX Statistic* yang ada di Bursa Efek Jakarta dan situs internet [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) dan *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) yaitu data seluruh perusahaan yang membagikan dividen. Rentang waktu laporan keuangan yang digunakan sebagai objek penelitian adalah periode laporan keuangan yang berakhir tanggal 31 Desember 2003 sampai dengan 31 Desember 2007 untuk jumlah dividen yang dibayarkan yang tercermin pada *Dividend per Share* (DPS) sedangkan keempat faktor yang diduga mempengaruhi jumlah kebijakan dividen yaitu kesempatan investasi, profitabilitas, likuiditas dan hutang diambil dari satu tahun sebelum dividen dibayarkan (t-1), yaitu 2002, 2003, 2004, 2005, dan 2006. Sampel penelitian dipilih dengan menggunakan teknik pemilihan sampel acak (*random sampling*) sehingga populasi memiliki kesempatan yang sama untuk terpilih menjadi sampel penelitian dengan kriteria Pertama, Perusahaan telah mendaftarkan sahamnya minimal sejak awal tahun 2002; Kedua, Perusahaan membagikan dividennya secara berturut-turut sejak periode 2003 hingga 2007; Ketiga, Perusahaan tetap aktif di pasar modal sampai sekarang sehingga dapat diketahui perkembangan dividen yang dibagikan perusahaan tersebut dari tahun ke tahun; Keempat, Perusahaan tidak mengalami kerugian selama tahun observasi untuk menghindari terjadinya anomali dalam analisis; Kelima, Laporan keuangan dinyatakan dalam satuan mata uang rupiah; dan Keenam, Semua data yang dibutuhkan dalam penelitian lengkap, konsisten, dan tersedia secara publik.

## Metode Analisis Data

Setelah sampel ditetapkan, variabel-variabel ditentukan beserta hipotesanya masing-masing, maka langkah selanjutnya adalah melakukan pengolahan data dengan model regresi berganda (*multiple regression*) menggunakan program SPSS versi 12 dan didukung oleh Program *E-Views* Versi 5.1. Model regresi berganda digunakan karena dalam penelitian ini menggunakan lebih dari satu *explanatory variable* (variabel bebas). Data yang akan diolah dalam penelitian ini adalah *data pooling* yang terdiri dari data *cross section* yaitu data dengan satu atau lebih variabel yang dikumpulkan dalam periode waktu 5 tahun maka digunakan suatu perhitungan regresi berganda dengan persamaan sebagai berikut :

$$\text{LnDPS}_{i,t+1} = \alpha + \beta_1\text{MTBVE}_{i,t} + \beta_2\text{ROI}_{i,t} + \beta_3\text{CR}_{i,t} + \beta_4\text{DER}_{i,t} + \varepsilon$$

$\text{DPS}_{i,t+1}$  adalah *Dividend per Share* perusahaan *i* pada tahun  $t+1$ ,  $\text{MTBVE}_{i,t}$  adalah *Market to Book Value of Equity* sebagai proksi dari Kesempatan Investasi (IOS) perusahaan *i* pada tahun  $t$ .  $\text{ROI}_{i,t}$  adalah *Return on Investment* sebagai proksi dari profitabilitas perusahaan *i* pada tahun  $t$ .  $\text{CR}_{i,t}$  menggambarkan *Current Ratio* sebagai proksi dari likuiditas perusahaan *i* pada tahun  $t$ .  $\text{DER}_{i,t}$  menggambarkan *Debt to Equity Ratio* sebagai proksi dari kebijakan hutang perusahaan *i* pada tahun  $t$ .

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan yang membagikan dividen dan *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Berdasarkan metode *purposive sampling* maka diperoleh sampel sebagai berikut :

**Tabel 1. Jumlah sampel**

No.	Syarat	Jumlah Sampel
1.	Perusahaan membagikan dividen kas selama periode 2003 sampai dengan 2007	60
2.	Perusahaan bergerak dalam industri keuangan	(8)
3.	Perusahaan menyajikan laporan keuangan hanya dalam satuan mata uang selain rupiah	(5)
4.	Perusahaan melaporkan kerugian selama observasi	(2)
5.	Data laporan keuangan tidak tersedia lengkap	(1)
	<b>Jumlah</b>	<b>44</b>

Pengolahan data dilakukan dengan metode *data pooling* yang terdiri dari data *cross section* selama 5 tahun dengan program SPSS *for Windows* versi 12 dan E-Views 5.1.

#### **Uji Asumsi Klasik**

#### **Uji Normalitas**

Hasil uji normalitas dari data residual regresi yang dihasilkan menunjukkan *Normal Probability Plot of Regression Standardized Residual* dari data yang dinyatakan dalam bentuk titik menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Sehingga residual regresi berganda yang dihasilkan terdistribusi normal. Oleh karena itu model regresi berganda dalam penelitian ini baik dan layak digunakan untuk prediksi pengaruh variabel bebas (kesempatan investasi, profitabilitas, likuiditas, dan hutang) terhadap variabel terikat yaitu *Dividend per Share* (DPS) karena memenuhi asumsi normalitas. Untuk memperkuat kesimpulan maka digunakan program *E-Views* dengan pengujian *Jarque-Bera* yang tingkat signifikansinya sebesar 0,4968 lebih besar dari interval kepercayaan 0,05 serta pada pengujian *Kolgomorof-Smirnov* yang hasilnya menunjukkan nilai sebesar 0,913 yang lebih besar dari interval kepercayaan 0,05, oleh karena itu penelitian ini telah memenuhi uji normalitas.

## Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas digunakan perhitungan nilai *Variance Inflation Factor (VIF)* dan analisis matriks korelasi antar variabel bebas yang terdapat pada *pearson correlation*. Hasilnya sebagai berikut.

Tabel 2. Uji Multikolinearitas (*VIF*)

Model	Collinearity Statistic	
	Tolerance	VIF
IOS	0,607	1,647
ROI	0,546	1,832
CR	0,737	1,357
DER	0,652	1,533

Tabel 3. Uji Multikolinearitas (Pearson Correlation)

		DPS	IOS	ROI	CR	DER
Pearson Correlation	DPS	1.000	.221	.527	-.093	-.175
	IOS	.221	1.000	.595	-.128	-.036
	ROI	.527	.595	1.000	.063	-.337
	CR	-.093	-.128	.063	1.000	-.491
	DER	-.175	-.036	-.337	-.491	1.000

Pada tabel 2 dan 3 analisis *VIF* diatas menunjukkan bahwa keempat variabel bebas memiliki nilai *VIF* berada diatas 0,1 dan dibawah 10. Nachrowi (2006) menyatakan bahwa tidak terjadi multikolinieritas jika nilai *VIF* mendekati 1 dan hasil yang diperoleh masih memenuhi persyaratan tersebut. Pada tabel korelasi antar variabel juga menunjukkan bahwa variabel yang mempunyai korelasi yang paling tinggi ialah variabel kesempatan Investasi (IOS) dan ROI yaitu sebesar 0,595. Korelasi ini masih dibawah 0,8 yang dapat disimpulkan bahwa dalam pengujian ini tidak terjadi multikolinieritas.

## Autokorelasi

Hasil uji autokorelasi menunjukkan angka *Durbin-Watson* sebesar 1,965 yang berarti nilai DW berada pada area yang tidak terdapat autokorelasi sehingga dapat disimpulkan

bahwa regresi berganda tidak terdapat autokorelasi baik autokorelasi positif maupun negatif. Berdasarkan hasil keluaran statistik dengan menggunakan program E-Views yang dinamakan *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM test*, hal ini memperkuat pernyataan bahwa pengujian ini tidak terjadi autokorelasi dengan dasar pertimbangan bahwa nilai probabilita *Chi Square* sebesar 0,144 yang lebih besar dari signifikansi sebesar 0,05.

### Heteroskedastisitas

Pada penelitian ini dilakukan *treatment* dalam bentuk logaritma. Model *log* digunakan untuk memperkecil skala data sehingga pertumbuhan varians dapat ditekan sehingga dapat meminimalkan masalah heteroskedastisitas. Berdasarkan pengamatan atas grafik di atas, tidak terdapat pola-pola tertentu dan titik-titik menyebar secara merata, dan untuk memperkuat analisa maka digunakan pengujian *White Heteroskedasticity* maka diperoleh nilai probabilita *chi-square* sebesar 0,362 yang lebih besar dari signifikansi sebesar 0,05. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi ini tidak terjadi heteroskedastisitas. Dengan demikian persamaan regresi yang dihasilkan oleh software statistik ini adalah *BLUE*, sehingga persamaan regresinya dapat digunakan sebagai alat analisis data dan uji hipotesis yang telah disusun.

**Tabel 3. Hasil Olah Statistik**

Variabel	Koefisien	Probabilita
Konstanta	3.370143	0.000
MTBVE	-0.001481	0.0159
ROI	0.161204	0.000
CR	-0.001626	0.0050
DER	-0.001377	0.3675
Adjusted R-Square		0.304905
Durbin Watson		1.96523
Prob (F-Statistic)		0.000

Persamaan Regresi yang dihasilkan adalah sebagai berikut:

$$\text{LnDPS}_{i,t+1} = 3,370 - 0,001481 \text{ MTBVE}_{i,t} + 0,161204 \text{ ROI}_{i,t} - 0,001626 \text{ CR}_{i,t} \\ - 0,001377 \text{ DER}_{i,t}$$

### **Pengujian Hipotesis Pertama (H1)**

Pengujian hipotesis pertama (H1) dalam penelitian ini yaitu kesempatan investasi yang diproksikan oleh *Market to Book Value Equity* (MTBVE) mempunyai pengaruh yang signifikan dengan arah yang negatif terhadap kebijakan jumlah pembayaran dividen perusahaan atau dengan kata lain semakin tinggi tingkat kesempatan investasi maka semakin rendah tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen bagi investor. Nilai t dari variabel MTB VE ini sebesar -2.431 dan arah koefisien regresi yang negatif dan tingkat signifikansi sebesar 0,016. Ini berarti bahwa hipotesis pertama dapat diterima karena tingkat signifikansi lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ .

Penelitian ini sejalan dengan penelitian Suharli (2007), Yuliani et al (2004), Smith dan Watts (1992) dalam Anggraeni (2007), yang menyatakan bahwa semakin besar IOS yang dimiliki perusahaan maka semakin rendah jumlah dividen yang dibayarkan. Hal ini disebabkan oleh pendapat bahwa perusahaan akan berusaha membiayai kesempatan investasi yang dimiliki terlebih dahulu sebelum membayarkan dividen.

### **Pengujian Hipotesis Kedua (H2)**

Pengujian hipotesis kedua (H2) dalam penelitian ini yaitu profitabilitas yang diproksikan oleh *Return on Investment* (ROI) mempunyai pengaruh yang signifikan dengan arah yang positif terhadap kebijakan jumlah pembayaran dividen perusahaan yang artinya semakin tinggi tingkat profitabilitas maka semakin tinggi pula pengembalian investasi berupa pendapatan dividen bagi investor. Pada tabel 11 dan 12 menunjukkan nilai t sebesar 8,159 dan arah koefisien regresi yang positif serta tingkat

signifikansi sebesar 0,000 yang lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Oleh karena itu hipotesis kedua dalam penelitian ini dapat diterima.

Profitabilitas diukur dengan *Return on Investment* (ROI). Hal ini sesuai dengan penelitian Suharli (2005) yang mengukur profitabilitas dengan menggunakan rasio *Return on Investment* (ROI); Sudarsi (2002) dalam Yuliani (2004); Soliha & Taswan (2002) dengan dasar pemikiran bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan (Lintner, 1956). *Return on Investment* (ROI) sering disebut juga dengan *Return on Asset* (ROA) yang merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. Sejalan dengan penelitian ini, diharapkan bahwa semakin baik tingkat profitabilitas mampu menjadi sinyal bagi investor akan semakin meningkatnya jumlah pengembalian investasi berupa pendapatan dividen.

### **Pengujian Hipotesis Ketiga (H3)**

Pengujian hipotesis ketiga (H3) dalam penelitian ini yaitu profitabilitas yang diproksikan oleh *Current Ratio* (CR) mempunyai pengaruh yang signifikan dengan arah yang positif terhadap kebijakan jumlah pembayaran dividen dengan kata lain bahwa semakin tinggi tingkat likuiditas maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen. Pada tabel 11 dan 12 menunjukkan nilai t sebesar 2,835 dan tingkat signifikansi 0,005 yang lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$  namun memiliki arah koefisien regresi yang negatif. Oleh karena itu hipotesis ketiga dalam penelitian ini tidak dapat diterima meskipun memiliki pengaruh yang signifikan namun memiliki arah koefisien yang negatif yang artinya semakin tinggi tingkat profitabilitas maka semakin rendah pembayaran dividen.

Kesimpulan yang dapat ditarik dari fenomena ini ialah bahwa likuiditas yang diproksikan rasio lancar perlu dikaji lebih mendalam dikarenakan rasio lancar yang

diharapkan semakin meningkat akan meningkatkan pembayaran dividen, tidak menunjukkan seberapa besar arus kas bebas yang tersedia untuk membayar dividen kas dan kemungkinan bahwa perusahaan memiliki komposisi aktiva lancar yang besar terhadap hutang lancarnya namun proporsi kas yang tersedia lebih kecil, atau dengan kata lain peningkatan aktiva lancar bukan berasal dari pos kas atau setara kas. Diduga dalam penelitian ini ialah bahwa semakin besar likuiditas semakin besar pula kas bebas yang tersedia namun bukan dijadikan sebagai peningkatan pembayaran dividen terhadap perusahaan, namun dijadikan pembiayaan atas kesempatan investasi yang ada dan pembayaran kontrak hutang yang telah jatuh tempo.

#### **Pengujian Hipotesis Keempat (H4)**

Pengujian hipotesis keempat (H4) dalam penelitian ini yaitu hutang yang diproksikan oleh *Debt to Equity Ratio* (DER) mempunyai pengaruh yang signifikan dengan arah yang negatif terhadap kebijakan jumlah pembayaran dividen dengan kata lain semakin tinggi leverage atau *Debt to Equity Ratio* (DER) maka semakin rendah pula tingkat pembayaran dividen. Pada tabel.11 dan tabel.12 menunjukkan nilai t sebesar 0,903 dengan arah koefisien regresi yang negatif namun tingkat signifikansi 0,368 yang lebih besar dari  $\alpha = 0,05$ . Oleh karena itu hipotesis keempat dalam penelitian ini tidak dapat diterima dikarenakan meskipun memiliki arah koefisien yang negatif namun memiliki nilai t yang tidak cukup signifikan.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuliani (2004). Nilai yang signifikan diperoleh pada penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2005); Sutrisno (2001); Mutamimah dan Sulistyono (2000) dengan dasar pemikiran bahwa perusahaan yang memiliki komposisi hutang yang tinggi akan cenderung membayar kewajibannya terlebih dahulu sebelum membayarkan dividen kepada pemegang saham. Penelitian

Rozeff (1992) yang dikutip oleh Wirjolukito *et al* (2003) mengungkapkan pandangan bahwa perusahaan yang *leverage* operasi yang tinggi membuat perusahaan lebih berisiko sehingga membayar dividennya rendah dengan maksud untuk mengurangi ketergantungan akan pendanaan secara eksternal.

### **Pengujian Hipotesis Kelima (H5)**

Pengujian hipotesis kelima (H5) dalam penelitian ini yaitu apakah variabel bebas kesempatan investasi, profitabilitas, likuiditas dan hutang secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan jumlah pembayaran dividen. Pada tabel. 10 menunjukkan tingkat signifikansi nilai F statistik sebesar 0,000 yang lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Oleh karena itu hipotesa kelima dalam penelitian ini dapat diterima.

Penelitian sebelumnya telah dilakukan oleh Suharli dan Oktorina (2005) yang menggunakan variabel ROI, CR, dan DER, Putra (2005) serta Wirjolukito *et al* (2003) yang menunjukkan tingkat yang signifikan pula namun dengan proksi yang berbeda.

## **KESIMPULAN DAN SARAN**

### **Kesimpulan**

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah diuraikan pada bab sebelumnya, maka peneliti dapat memberikan beberapa kesimpulan sebagai berikut :

- Data yang telah terhimpun sebanyak 44 perusahaan dari berbagai industri kecuali sektor keuangan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta yang diobservasi selama 5 tahun yaitu pada tahun 2002 sampai dengan tahun 2006 untuk laporan keuangan serta tahun 2003 sampai dengan 2007 untuk observasi dividen yang dibayarkan;
- Dasar pertimbangan dalam menentukan jenjang waktu penelitian ialah ingin mengetahui dampak atas rasio keuangan terhadap kebijakan jumlah dividen yang

dibagikan pada tahun berikutnya. Apakah rasio keuangan pada tahun-t tersebut dapat memprediksi jumlah dividen yang dibayarkan pada tahun berikutnya.

- Empat variabel bebas yang menjadi objek penelitian ialah Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set - IOS*) yang diproksikan oleh *Market to Book Value Equity* (MTBE), Rasio Profitabilitas yang diproksikan oleh *Return on Investment* (ROI), Likuiditas yang diproksikan oleh Rasio Lancar (*Current Ratio*) dan Hutang yang diproksikan oleh *Debt to Equity Ratio*, serta satu variabel terikat yaitu *Dividend per Share* (DPS);
- Hasil dari penelitian ini antara lain :
  - a. Variabel Kesempatan Investasi (IOS) mempengaruhi *Dividend per Share* secara signifikan dengan arah yang negatif, sehingga hipotesa 1 diterima;
  - b. Variabel Profitabilitas (ROI) mempengaruhi *Dividend per Share* secara signifikan dengan arah yang positif, sehingga hipotesa 2 diterima;
  - c. Variabel Likuiditas (CR) mempengaruhi *Dividend per Share* secara signifikan namun dengan arah yang negatif, sehingga hipotesa 3 ditolak;
  - d. Variabel Hutang mempengaruhi *Dividend per Share* secara tidak signifikan dengan arah yang negatif, sehingga hipotesa 4 ditolak;
  - e. Variabel IOS, Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang secara bersama-sama mempengaruhi *Dividend per Share* secara signifikan, sehingga hipotesa 5 diterima;

## **Saran**

Berdasarkan hasil penelitian dan kesimpulan yang telah disajikan, terdapat beberapa saran bagi penelitian selanjutnya serta implikasi kebijakan bagi para pelaku pasar modal di masa yang akan datang antara lain :

- Data dalam penelitian ini tidak memasukkan sektor keuangan dikarenakan pada sektor tersebut memiliki tingkat *leverage* yang tinggi, *highly regulated* serta struktur pelaporan yang berbeda dibandingkan laporan keuangan pada umumnya, sehingga peneliti mengalami kendala dalam melakukan input data dimana sebagian besar variabel bebas berupa rasio, diharapkan pada penelitian berikutnya dapat memasukkan sektor keuangan tersebut;
- Dikarenakan variabel bebas yang diajukan dalam penelitian ini hanya mampu menjelaskan variabel terikat dalam persentase yang tidak terlalu besar (*Adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 30,5%), diharapkan penelitian berikutnya mampu mencari dan menambah variabel bebas lainnya yang diduga berpengaruh kuat terhadap *Dividend per Share*. Bagi para investor ataupun calon investor sebaiknya mempertimbangkan faktor lainnya selain faktor yang telah diteliti diatas dalam menilai emiten;

## DAFTAR PUSTAKA

- Bangun, Nurainun. dan Wati, S., (2007). Analisis Pengaruh Profitabilitas dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Perdagangan, Jasa, dan Investasi yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta., *Jurnal Akuntansi/Tahun XI*, No.02 : 107-120.
- Black, F., (1976). The Dividend Puzzle, *The Journal of Portfolio Management* Vol.2 No.3 : 5-8
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F.,(2006). *Fundamental Of Financial Management* Jilid 2, terjemahan edisi kesepuluh, Jakarta: Salemba Empat.
- Aggraini, Christina. (2007). Analisis Hubungan *Investment Opportunity Sets* Terhadap Kebijakan Pendanaan dan Kebijakan Dividen pada Industri Manufaktur dan Nonmanufaktur Periode 2001-2005. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia* (tidak Dipublikasikan) Jakarta.
- Easterbrook, F.h., (1984). Two Agency Cost Explanation of Dividends., *American Economic Review*. Vol.74 September: 50-659.
- Hasibuan, Ernawaty., (2007). Analisis Hubungan Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Multinasionalitas, Struktur Keuangan, dan Risiko Sistematis dengan *Investment Opportunity Set* pada Perusahaan Manufaktur Periode 2003 – 2005. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia* (tidak Dipublikasikan) Jakarta.
- Ismiyanti, Fitri dan Mahadwartha, Putu Anom., (2005). Uji Faktor-Faktor Pembeda Kebijakan Dividen : Analisis Diskriminan. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Vol 4. No. 1 : 30-47.
- Lestanti, Niken Tyas (2007). Analisis Pengaruh Rasio Profitabilitas, Hutang dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia* (Tidak Dipublikasikan : Jakarta
- Lintner,J., (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividend, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review.*, Vol.46 No.4 : 97-118
- Miller, Merton H. and Modigliani, Franco., (1961). Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *The Journal Of Business*. Vol 34. No.4 : 411-433
- Nachrowi, Nachrowi D. dan Usman Hardius (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*, Jakarta : Lembaga Penerbit FEUI
- Pakaryanigsih, Elok., (2004). Tax Position, Investment Opportunity Set (IOS), and Signaling Effect as A Determinant of Leverage and Dividend Policy Simultaneity (An Empirical Study on Jakarta Stock Exchange. *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi 7. Bali*.
- Putra, Mohammad Yasser Nimrod., (2006). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi DPS (Studi Kasus : Perusahaan-Perusahaan yang Membagikan Dividen Periode 2000-2004). *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia* (Tidak Dipublikasikan : Jakarta
- Putri, Imanda Firmantyas., dan Nasir Mohammad.,(2006). Analisis Persamaan simutan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividendalam perspektif teori keagenan *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi 9. Padang*.
- Ross, Stephen A., Westerfield R.W., dan Jaffe., (2005). *Corporate Finance, 7<sup>th</sup> Edition.*, McGraw-Hill.
- Saputro, Julianto Agung., (2003). Analisis Hubungan antara Gabungan Proksi *Investment Opportunity Set* dan *Real Growth* dengan Menggunakan Pendekatan *Confirmatory Factor Analysis*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.6. No.01: 69-92.

- Suharli, M., (2004). Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen. *Tesis Magister Akuntansi* (Tidak Dipublikasikan). Jakarta.
- \_\_\_\_\_ dan Oktorina, M., (2005). Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi pada *Equity Securities* Melalui rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang Pada Perusahaan Publik di Jakarta. *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi 8*. Solo.
- \_\_\_\_\_ (2007). Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003)., *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol.9 No. 1 : 9-17
- Wild, John J., Subramanyam K.R., Halsey, Robert F., (2007). *Financial Statement Analysis, 9<sup>th</sup> Edition*. New York: McGraw-Hill.
- Wirjolukito, Aruna., Yanto, H dan Sandy., (2003). Faktor-Faktor yang Merupakan Pertimbangan dalam Keputusan Pembagian Dividen. Tinjauan Terhadap Teori Persinyalan Dividen Pada Perusahaan *Go Public* di Indonesia., *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* Vol 3. No.2 Agustus : 160-172.
- Yuliani, Felicia dan Indrawati, Sari (2004). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi Dividen Payout Ratio pada Perusahaan *Go Public* dan *Listed* di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi Fakultas Ekonomi UNIKA Atmajaya* (tidak dipublikasikan) Jakarta.