

Peran Likuiditas sebagai variabel moderasi hubungan antara profitabilitas dan *Investment Opportunity Cost* terhadap Kebijakan Dividen

Oleh : Titiek Suwarti

Dosen : FE Unisbank Semarang

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti Peran Likuiditas sebagai variable moderasi hubungan Profitabilitas, Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2006-2009. Pengukuran profitabilitas dengan menggunakan ROI, Investment Opportunity Set menggunakan rasio market to book value ratio, likuiditas menggunakan CR dan Kebijakan Dividen diproksi dengan DPR.

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang listing di BEI pada periode tahun 2006-2009. Teknik pengambilan sampel purposive sampling dengan kriteria perusahaan melaporkan laporan keuangan secara berturut-turut selama periode pengamatan dan membagikan dividen. Berdasarkan teknik sampling tersebut diperoleh sampel sebanyak 48 perusahaan. Teknik Analisis menggunakan regresi dengan variable moderasi yang didukung dengan data panel (pooling data).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial Profitabilitas dan Investment Opportunity Set berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen. Dalam uji moderasi, likuiditas tidak mampu mempengaruhi hubungan Profitabilitas dan Investment Opportunity Set berpengaruh terhadap Kebijakan dividen, bahkan model penelitian menjadi tidak layak

Kata Kunci : Profitabilitas, Investment Opportunity Set, Likuiditas, Kebijakan Dividen.

1. Pendahuluan

Investor mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan yaitu untuk mencari pendapatan atau tingkat kembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Dalam hubungannya dengan pendapatan dividen, para invertor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relative stabil, sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan. Di sisi lain, perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan antara lain : perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividend dan factor lain yang berhubungan dengan kebijakan dividen (Brigham dan Gapenski, 1996).

Tujuan didirikannya suatu perusahaan adalah adanya peningkatan kesejahteraan para pemegang sahamnya melalui peningkatan nilai perusahaan. Hal tersebut dicapai jika perusahaan mendapatkan laba atau keuntungan. Dengan keuntungan tersebut perusahaan mampu membayar dividen kepada pemegang saham., meningkatkan pertumbuhan dan menjaga kelangsungan hidup perusahaan. Pembayaran dividen dianggap memberatkan oleh sebagian perusahaan, hal tersebut disebabkan perusahaan harus menyisihkan sebagian uang guna membayar dividen tersebut. Pembayaran dividen dapat mengakibatkan kekurangan dana untuk kebutuhan investasi. Hal tersebut terutama dialami oleh perusahaan yang tidak cukup dana, sehingga memerlukan modal tambahan baru dengan menerbitkan saham baru atau melakukan pinjaman kepada pihak lain.

Kebijakan dividen kas sebuah perusahaan memiliki dampak penting bagi pihak-pihak yang terlibat (Suharli 2007). Dividen kas, jika dilihat dari pihak manajemen merupakan arus kas keluar yang akan mengurangi kas perusahaan, sebaliknya bagi investor, dividen kas tersebut merupakan pengembalian atas investasi yang mereka tanamkan pada saham yang diterbitkan oleh suatu perusahaan. Perusahaan yang mempunyai kemampuan membayar dividen dipandang sebagai perusahaan yang memperoleh keuntungan. Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan.

Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi dividen yang lebih besar. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa profitabilitas sangat diperlukan oleh perusahaan apabila akan membayar dividen. Hal tersebut sejalan dengan penelitian Suharli 2007 dan Suwendra Kumar bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan penelitian Indah Sulistyowati 2010 menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Menurut Gaver dan Gaver (1993) opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam satu kelompok industri. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

Meskipun terdapat 3 proksi, penelitian ini menggunakan proksi berdasarkan harga yang sudah dikembangkan oleh Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) yaitu MVE/BE. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999) dalam Budi Mulyono (2009), variable tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan di Amerika Serikat (Gaver dan Gaver, 1993) dan di Indonesia (Fitri Ismiyanti dan M Hanafi, 2003). Bahkan Kallapur dan trombley (1999) dalam Elloumi dan Gueyie (2001) menemukan bahwa proksi ini memiliki korelasi sangat tinggi dengan pertumbuhan di masa mendatang. Hal ini konsisten dengan penelitian sebelumnya.

Elloumi dan Gueyie (2001) kemudian menyimpulkan bahwa proksi ini lebih baik dan dapat mengurangi tingkat kesalahan yang ada.

Elluomi dan Gueyie (2001) menemukan dalam penelitiannya bahwa proksi IOS berkorelasi positif dengan pertumbuhan, sehingga perusahaan yang mempunyai IOS tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Myers (1977) dalam Fitri Ismiyanti dan M Hanafi (2003) mengatakan bahwa nilai perusahaan merupakan gabungan aktiva dengan investasi masa depannya. Kesempatan investasi atau Investment Opportunity Set (IOS) yang tinggi di masa depan membuat perusahaan dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi.

Tinggkat pertumbuhan yang tinggi di asosiasikan dengan penurunan dividen (Rozeff, 1982 dalam Budi Mulyono, 2009). Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai dari sumber internal maupun eksternal. Jika kebutuhan dana investasi dibiayai dengan sumber intern, maka terjadi penurunan pembayaran dividen dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, hasil penelitian Fitri Ismayanti dan M Hanafi (2003), menyatakan bahwa pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen adalah negative

Banyak factor yang mempengaruhi kebijakan dividen, dalam penelitian ini peneliti mengembangkan model penelitian Michell Suharli (2007). Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah bahwa dalam penelitian Michell Suharli variable Investment Opportunity Asset menggunakan proksi Fixed Assets, sedangkan dalam penelitian ini IOS menggunakan proksi MVE/BE. Digunakannya proksi tersebut mendasarkan pada penelitiannya Kallapur dan Trombley (1999) yang menyatakan bahwa proksi tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan, selain itu variable tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan (Gaver dan Gaver, 1993 dalam Fitri Ismayanti dan M Hanafi, 2003) dan proksi ini merupakan proksi yang paling tinggi pengaruhnya terhadap pertumbuhan

di masa datang. disamping hal tersebut penelitian ini dilakukan karena *belum* terdapat konsistensi *dari* hasil penelitian-penelitian sebelumnya.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui Apakah Profitabilitas dan kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan? dan Apakah likuiditas memoderasi hubungan antara profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan perusahaan?

2. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori *Dividend Policy* dan teori keagenan (*agency theory*) yang melibatkan investor, manajer dan pihak yang memebrikan hutang (kreditor) dan variable-variabel yang digunakan dalam penelitian ini terkait dengan teori keagenan tersebut. Teori keagenan (*agency theory*) telah menjadi basis penelitian yang kuat dalam disiplin keuangan dan akuntansi (Syukriy Abdullah, 2001). Dalam kajian tentang keuangan perusahaan, penekanan pada kebijakan manajemen yang berkaitan dengan kemakmuran manajer dan kemakmuran pemilik perusahaan, seperti kebijakan struktur modal, kebijakan dividend an kepemilikan manajerial merupakan topic yang diteliti secara luas dan mendalam untuk melihat bagaimana pola konflik kepentingan diantara manajr dan pemilik perusahaan.

2.1. Dividen Payout Ratio

Stice et al (2006) mengartikan dividen sebagai pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik. Dividen dapat berupa uang tunai maupun saham. Terkait dividen terdapat 3 tanggal penting yaitu : pengumuman, pencatatan dan pembayaran/pembagian. Dividen tunai (*cash dividend*), umumnya lebih menarik bagi pemegang saham dibandingkan dengan dividen saham (*stock dividend*)

PSAK No. 23 merumuskan dividen adalah 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.

2.2. Teori Keagenan

Jansen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bias menyebabkan terjadinya konflik diantara keduanya. Hal tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer, karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima. Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat dikurangi dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* ini dapat berupa *agency cost of equity*.

Pembayaran dividen akan menjadi alat monitoring sekaligus bonding bagi manajemen (Putu M dan Jogiyanto Hartono, 2002). Pembagian dividen ini akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*. Dividen juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan perquisites misalnya biaya perjalanan dinas dan akomodasi kelas satu yang dilakukan oleh manajemen terhadap *cash flow* perusahaan seiring dengan menurunnya biaya monitoring karena pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan dirinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Selain itu, perusahaan yang *go-public* berarti telah menjalankan proses penyaringan yang ketat melalui auditor dan Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) serta investor public dari luar perusahaan akan membantu mengawasi manajer demi kepentingan pemilik saham di luar manajemen.

Berdasarkan teori keagenan, diketahui bahwa kepentingan manajer selaku penge;lola perusahaan akan dapat berbeda dengan kepentingan pemegang saham (Jelloumi dan Gueyie, 2001). Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan untuk meningkatkan kesejahteraan pribadinya, berlawanan dengan upaya untuk memaksimalkan nilai pasar. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan guna melindungi kepentingan pemegang saham (Jansen dan Meekling, 1976 dalam Elloumi dan Gueyie, 2001)

Tingkat asimetri informasi akan cenderung relative tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang besar. Manajer memiliki informasi tentang nilai proyek di masa mendatang dan tindakan mereka tidaklah dapat diawasi dengan detail oleh pemegang saham. Sehingga biaya agensi antara manajer dengan pemegang saham akan makin meningkat pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Pemegang saham perusahaan tersebut akan sangat mungkin bergantung pada insentif guna memotivasi manajer untuk melakukan kepentingannya, hal tersebut akan berdampak pada pembagian dividen perusahaan, sehingga seringkali pembahasan mengenai dividen haruslah mengacu pada kerangka teori keagenan.

2.3.Hubungan antara pembayaran dividend an Agency cost.

Deviden dapat digunakan untuk memperkecil masalah keagenan antara manajer dan pepegang saham (Jansen et al, 1992). *Agency theory* muncul setelahfenomena terpisahnya kepemilikan perusahaan dengan pengelolaan terdapat dimana-mana khususnya pada perusahaan-perusahaan besar dan modern, dimana satu atau lebih individu (pemilik) menggaji individu lain (agen) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen (Brigham dan Gapenski, 1996). *Agency theory* menurut Jansen dan Mecklinng (1976)

2.4.Hubungan Profitabilitas dengan Kebijakan Dividen

Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk member sinyal mengenai keberhasilan perusahaan membukukan profit (Wirjolukita et al dalam Suharli 2007). Sinyal tersebut dapat disimpulkan bahwa kemampuan perusahaan membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Perusahaan yang berhasil memperoleh keuntungan besar cenderung akan memberikan porsi pembayaran dividen yang cukup besar. Hal tersebut dapat disimpulkan bahwa keuntungan mutlak diperlukan untuk dapat membagikan dividen. Pengukuran profitabilitas dapat menggunakan beberapa pendekatan, bias menggunakan laba operasi, laba setelah pajak, ROI, ROA dan sebagainya

Hasil penelitian Suharli (2007) menyatakan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan ROI berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedang hasil penelitian Indah Sulistyowati, et, all menyatakan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan ROA tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Disisi lain, hasil penelitian Suwendra Kumar (2007) memberikan hasil bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan ROA berpengaruh positif terhadap DPR baik pada perusahaan PMDN maupun PMA. Berdasarkan hal tersebut diatas maka dirumuskan hipotesis :

H1 : Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen Tunai Perusahaan

2.5. Hubungan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Munculnya istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Budi Mulyono (2009), yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (assets in place) dan opsi investasi masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Budi Santoso (2009) opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam satu kelompok industri.

Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

Myers (1977) dalam Suwendra Kumar (2007) memperkenalkan istilah Investment Opportunity Set (IOS) yang menggambarkan tentang luasnya peluang investasi. Dalam hal ini, nilai perusahaan tergantung pada pilihan pembelanjaan (*expenditure*) perusahaan di masa yang akan datang. Jadi IOS tidak hanya menunjuk pada peluang investasi tradisional seperti eksplorasi mineral, tetapi juga pilihan pembelanjaan lainnya seperti periklanan, yang akan digunakan di masa depan untuk menjamin keberhasilan perusahaan. Sama halnya dengan Gaver dan Gaver (1993) Suwendra Kumar menyatakan bahwa karena IOS perusahaan terdiri dari proyek-proyek yang memberikan pertumbuhan bagi perusahaan, maka IOS dapat menjadi pemikiran sebagai prospek pertumbuhan bagi perusahaan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa IOS merupakan hal yang tidak bias diobservasi. Karena itu diperlukan proksi agar dapat menjelaskan keterkaitan dengan variable lain.

Tarjo dan Yogyanto Hartono (2003) mengemukakan bahwa proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti seperti Gaver dan Gaver (1993) secara umum dapat diklasifikasikan menjadi 3 kelompok berdasarkan factor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai IOS. Klasifikasi IOS tersebut adalah sebagai berikut :

1. Proksi berdasarkan harga, proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relative lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*)
2. Proksi berdasarkan investasi, proksi ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi di masa berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan

3. Proksi berdasarkan varian, proksi ini percaya gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva

Tingkat pertumbuhan yang tinggi di asosiasikan dengan penurunan dividen (Rozeff, 1982 dalam Budi Mulyono, 2009). Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai dari yang dapat diperoleh dari sumber internal maupun intern. Jika kebutuhan dana investasi dibiayai dengan sumber intern, maka terjadi penurunan pembayaran dividen dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, hasil penelitian Fitri Ismayanti dan M Hanafi (2003), menyatakan bahwa pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen adalah negative. Berdasarkan hal tersebut maka dirimuskan hipotesis :

H2 : IOS berpengaruh negative terhadap Kebijakan Dividen Tunai perusahaan

2.6.Likuiditas mempengaruhi hubungan antara Profitabilitas dan Investment Opportunity Set dan kebijakan dividen Tunai Perusahaan

Michell Suharli (2007) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki likuiditas lebih baik maka akan mampu membayar dividen lebih banyak. Pada perusahaan yang membukukan keuntungan lebih tinggi (profitabilitas tinggi), ditambah likuiditas yang lebih baik, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Pada perusahaan yang menggunakan dana untuk investasi lebih banyak akan menyebabkan dana untuk pembayaran dividen berkurang, namun likuiditas yang lebih baik mampu mengeliminir (memperlemah) hipotesis tersebut karena saat itu perusahaan dapat menunda pembayaran hutang jangka pendeknya. Likuiditas diartikan sebagai kemampuan melunasi seluruh kewajiban jangka pendeknya dan mendanai operasionalnya. Michael Suharli (2007) mengatakan bahwa hanya perusahaan yang memiliki likuiditas baik yang akan membagikan labanya kepada pemegang saham dalam bentuk tunai. Sebaliknya

pihak manajemen perusahaan akan menggunakan potensi likuiditas yang ada untuk melunasi kewajiban jangka pendek maupun mendanai operasi perusahaannya.

Hasil Penelitian M Suharli (2007) mengatakan bahwa likuiditas dapat digunakan sebagai variable penguat (variable moderator) karena memberikan hasil yang signifikan pada $\beta = 0,10$ dalam mempengaruhi profitabilitas dan kesempatan investasi. Sama dengan penelitian M suharli, penelitian ini memproksikan likuiditas dengan current ratio. Berdasarkan hal tersebut, maka dirumuskan hipotesis :

H4 : Likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara Return On Investment dan kebijakan dividen tunai perusahaan.

H4 : Likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara Investment Opportunity Set dan kebijakan dividen tunai perusahaan

3. METODE PENELITIAN

3.1. Populasi, Sampel dan Teknik Sampling

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2007 – 2009. Dipilihnya sector manufaktur karena perusahaan manufaktur merupakan sector paling besar dibandingkan dengan sector lain. Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau pooling data (time series dan cross-sectional). Pengambilan sampel menggunakan metode Purposive Sampling dengan kriteria :

1. Perusahaan manufaktur yang selalu menyajikan laporan keuangan dalam periode 2007-2009 secara lengkap
2. Perusahaan manufaktur yang selalu membagikan dividen

3.2. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Tabel 1. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Jenis Variabel	Keterangan	Simbol	Skala	Pengukuran
----------------	------------	--------	-------	------------

Dependen	Dividend Payout Ratio	DPR	Rasio	$\frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$
Independent	Return on Investment	ROI	Rasio	$\frac{\text{Net Operating Income}}{\text{Total Investment}}$
	Investment Opportunity Set	IOS	Rasio	MC/TE
Moderasi	Current Ratio	CR	Rasio	$\frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi Variabel

Karakteristik masing-masing variable tersebut berdasarkan Tabel Deskripsi Data Penelitian di bawah ini.

Tabel 2 : Deskripsi Variabel

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CR	44	0.5300	6.1700	2.155455E0	1.2999364
IOS	44	0.30	6.00	2.58	1.791
ROI	44	0.02	0.39	0.1218	0.08251
DPR	44	0.01	1.00	0.38	0.278

Sumber : Olahan Data SPSS, Pebruari 2012.

Dari table 2 diatas dapat dijelaskan bahwa nilai minimum Current Ratio adalah 0,530, maksimumnya 6.170 dengan rata-rata sebesar 2.1554. Variabel Investment Opportunity Set (IOS), mempunyai nilai minimum 0,30,dengan nilai maksimum 6 data nilai rata-rata 2,58. Untuk variable Return On Investmen (ROI), mempunyai nilai minimum 0,02 atau 1%, nilai maksimum 0,39 atau 39% dan nilai rata-rata 0.1218 atau

12.18%. Sedangkan untuk Divident Payout Ratio (DPR) sebagai variable minimum 0.01, nilai maksimum 1 dan nilai rata-rata 0.38.

4.2.Uji Kualitas Data

4.2.1. Uji Normalitas Variabel.

Salah satu asumsi penggunaan statistic parametric adalah asumsi multivariate normality (Ghozali, 2011). Secara statistic ada dua komponen normalitas yaitu skewness dan kurtosis.. Dalam proses pengolahan data dalam penelitian ini semula ditemukan bahwa asumsi normalitas tidak terpenuhi. Sesuai dengan bentuk kecondongan distribusi data semua variable adalah “moderate positive skewness”, maka selanjutnya dilakukan transformasi data dengan metode akar kuadrat (\sqrt{x}). Kemudian data dikonversi ke dalam skor standardized dalam rangka mendeteksi ada tidaknya data outlier. Mengacu pada ketentuan Hair (1998, dalam Ghozali, 2011) bahwa sebuah data disebut outlier apabila nilai standar skor > 2.5 . Berdasarkan prosedur tersebut maka data penelitian ini yang semula terdiri dari 48 observasi kemudian berkurang menjadi 44 observasi. Dengan demikian data telah memenuhi asumsi normalitas.

4.2.2. Uji Multikolonieritas

Pengujian multikolonieritas dalam penelitian ini menggunakan teknik deteksi melalui nilai *tolerance* dan lawannya yaitu *Variance Inflation Factor* (VIF). Nilai *cutoff* yang dipakai untuk menunjukkan adanya multikolorieritas adalah nilai Tolerance 0,10 atau sama dengan nilai VIF > 10 . Berdasarkan hasil pengolahan ditemukan bahwa nilai tolerance $> 0,10$ dan nilai VIF < 10 . Hal ini menunjukkan tidak ada masalah multikolineritas. Dengan demikian model dapat digunakan untuk estimasi selanjutnya.

4.2.3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi nilai ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu periode $t-1$ (sebelumnya (Gozali, 2011)). Ketika proses pengolahan data sesuai model yang dirancang dalam penelitian ini semula ditemukan ada masalah autokorelasi karena nilainya Durbin Watson = 1.705. Nilai tersebut kurang dari 2. Hal ini disebabkan ada kesalahan spesifikasi penggunaan data panel. Untuk itu diperbaiki dengan cara memasukkan variable Dummy untuk mengakomodir perbedaan antara data crosssection. Setelah memasukkan variable Dummy yang semuanya signifikan, maka nilai Durbin Watson mengalami kenaikan yang berarti ada perbaikan terhadap masalah autokorelasi.

4.2.4. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residul satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Pengujian heterokedastisitas dalam penelitian ini menggunakan uji Glejser. Dengan cara meregres nilai absolute residual terhadap variable independen. Jika variable independen signifikan secara statistik mempengaruhi variable dependen, maka ada indikasi terjadi heterokedastisitas. Namun berdasarkan output SPSS ditemukan bahwa semua variable bebas tidak signifikan karena nilai $\text{sig} > 0.05$. Dengan demikian tidak ada masalah heterokedastisitas dalam model penelitian ini.

4.3. Uji Model

4.3.1. Koefisien Determinasi

Koefisien Determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variable dependen. Berdasarkan hasil pengolahan SPSS ditemukan bahwa nilai koefisien determinasi dalam penelitian ini adalah 0.574 (57,4 %). Hal ini menunjukkan variasi perubahan variable DPR disumbang sebanyak 57,4 % oleh variable-variabel bebas dalam model. Sedangkan sisanya merupakan kontribusi variable-variabel lain di luar model. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model penelitian cukup baik untuk mengestimasi DPR.

4.3.2. Uji F

Uji F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variable independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variable dependen (terikat). Criteria yang digunakan : jika nilai F hitung dengan tingkat signifikansi 5% lebih besar dari nilai F table maka semua variable independen secara serentak dan signifikan mempengaruhi variable dependen. Dari hasil olah data diketahui bahwa nilai signifikansi adalah 0,003 lebih kecil dari 0,05 sehingga model dinyatakan fit

4.4. Uji hipotesis (uji statistic t)

Uji statistic t atau uji parsial digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variable independen terhadap variable dependen. Sesuai dengan hipotesis yang diajukan, maka pengujian masing-masing hipotesis didasarkan pada hasil uji t dengan level 5%. Apabila setiap hipotesis menghasilkan t hitung pada level signifikansi kurang atau sama dengan 5%, maka hipotesis dinyatakan diterima.

Model penelitian ini telah mengalami perubahan sesuai dengan karakteristik data panel (pooling data). Hasil analisis regresi dengan bantuan program SPSS dapat dilihat pada Tabel di bawah ini.

Tabel 3 : Hasil Uji Signifikansi Parsial

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.585	.260		6.099	.000		
	SQRROI	-.668	.344	-.372	-1.943	.061	.376	2.661
	SQRIOS	-.171	.090	-.471	-1.915	.065	.228	4.394
	DFFI	-.592	.112	-.831	-5.298	.000	.559	1.790
	DSM	-.637	.125	-.894	-5.114	.000	.450	2.220
	DGG	-.590	.153	-.828	-3.853	.001	.298	3.360
	DSB	-.688	.149	-.846	-4.615	.000	.409	2.444
	DCI	-.478	.123	-.670	-3.884	.001	.462	2.166
	DSIK	-.644	.173	-.793	-3.713	.001	.302	3.314
	DME	-.778	.193	-1.091	-4.037	.000	.188	5.317
	DTR	-.583	.149	-.819	-3.922	.000	.316	3.168
	DUT	-.512	.116	-.719	-4.429	.000	.522	1.916
	DTSP	-.562	.143	-.789	-3.944	.000	.344	2.911

a. Dependent Variable: SQRDPR

Berdasarkan Tabel 3 ditemukan bahwa hubungan antara variable Profitabilitas (ROI) dengan Kebijakan Dividen (DPR) adalah -0.668. Hubungan ini signifikan yang ditunjukkan nilai sig 0.061 lebih kecil dari 10 % dengan arah negative, dengan demikian hipotesis 1 yang menyatakan bahwa Profitabilitas yang diproksi dengan ROI berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen yang diproksi dengan DPR ditolak.

Hubungan antara variable kesempatan berinvestasi (IOS) dengan Kebijakan Dividen (DPR) adalah -0.171 . Hubungan ini signifikan pada tingkat kepercayaan 90 % yang ditunjukkan nilai sig 0.065 lebih kecil dari 10 % dengan arah negative. Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa Investment Opportunity Cost (IOS) berpengaruh negative terhadap Kebijakan Dividen diterima.

Demikian juga variable dummy untuk mengakomodir perbedaan filosofi, gaya manajemen dan ukuran masing-masing perusahaan menunjukkan hubungan yang signifikan terhadap Kebijakan Dividen (DPR). Tanda koefisien semuanya negative menunjukkan bahwa rata-rata intersep masing-masing perusahaan berkurang sebesar nilai koefisien dari nilai rata-rata perusahaan yang menjadi benchmark dalam penelitian ini. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model yang baik dalam memprediksi Kebijakan Dividen (DPR) yang menggunakan data panel adalah metode regresi dengan data panel dengan asumsi Fixed Effect Model (FEM).

4.5. Pembahasan Model Moderasi

Semula penelitian ini dirancang menggunakan model regresi dengan variable moderasi. Namun secara empiris ternyata model tersebut kurang baik dibanding dengan model yang telah diuraikan di atas. Memang masalah autokorelasi tidak ada dalam model regresi dengan variable moderasi. Namun model tersebut memiliki penyakit heteroskedastisitas, multikolinearitas dan variable-variabel independen semuanya tidak signifikan terhadap variable dependen. Uji kelayakan model juga menunjukkan nilai Koefisien Determinasi yang rendah dan hasil uji F (ANOVA) menyimpulkan bahwa model tidak layak untuk melakukan estimasi Kebijakan Dividen (DPR) dalam penelitian ini. Oleh karena itu model penelitian ini dikembangkan seperti sudah dijelaskan di atas. Hasil analisis dengan model variable moderasi dapat dilihat pada output SPSS di bawah ini.

Tabel : 4. Koefisien Determinasi Untuk Model Moderasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.165 ^a	.027	-.063	.26315	2.010

a. Predictors: (Constant), MODERAT2, MODERAT1, SQRTIOS, SQRTROI

b. Dependent Variable: SQRTDPR

Tabel : 5. Anova untuk Model Moderasi

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.083	4	.021	.301	.876 ^a
Residual	2.978	43	.069		
Total	3.061	47			

a. Predictors: (Constant), MODERAT2, MODERAT1, SQRTIOS, SQRTROI

b. Dependent Variable: SQRTDPR

Tabel : 6 Uji Hipotesis

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.486	.161		3.012	.004		
	SQRTROI	.078	.086	.367	.905	.371	.138	7.265
	SQRTIOS	.004	.080	.014	.053	.958	.321	3.114
	MODERAT1	-.024	.074	-.074	-.327	.745	.444	2.254
	MODERAT2	-.066	.104	-.283	-.632	.531	.113	8.849

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.486	.161		3.012	.004		
	SQRTROI	.078	.086	.367	.905	.371	.138	7.265
	SQRTIOS	.004	.080	.014	.053	.958	.321	3.114
	MODERAT1	-.024	.074	-.074	-.327	.745	.444	2.254
	MODERAT2	-.066	.104	-.283	-.632	.531	.113	8.849

a. Dependent Variable: SQRTDPR

4.6.Pembahasan

4.6.1. Hubungan Profitabilitas dengan Kebijakan Dividen

Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan membukukan profit (Wirjolukita et al dalam Suharli 2007).Sinyal tersebut dapat disimpulkan bahwa kemampuan perusahaan membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Perusahaan yang berhasil memperoleh keuntungan besar cenderung akan memberikan porsi pembayaran dividen yang cukup besar. Hal tersebut dapat disimpulkan bahwa keuntungan mutlak diperlukan untuk dapat membagikan dividen. Hasil Penelitian menunjukkan bahwa Profitabilitas yang diprosikan dengan ROI berpengaruh negative terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti bahwa profitabilitas yang tinggi tidak merupakan jaminan bahwa perusahaan akan menggunakan laba tersebut guna membagikan dividen kepada para pemegang saham. Keuntungan tersebut ada kemungkinan akan digunakan oleh perusahaan untuk meningkatkan investasi,

Hasil penelitian ini bertolak dengan hasil penelitian Suharli (2007) yang menyatakan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan ROI berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedang hasil penelitian Indah Sulistyowati, et, all menyatakan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan ROA tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Disisi lain, hasil penelitian Suwendra Kumar (2007) memberikan hasil bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan ROA berpengaruh positif terhadap DPR baik pada perusahaan PMDN maupun PMA.

4.6.2. Hubungan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Munculnya istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Budi Mulyono (2009), yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Budi Santoso (2009) opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam satu kelompok industri. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

Investment Opportunity Set diukur dengan rasio *market to book value* mencerminkan pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan. Elluomi dan Gueyie (2001) menemukan dalam penelitiannya bahwa proksi IOS berkorelasi positif dengan pertumbuhan, sehingga perusahaan yang mempunyai IOS tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Myers (1977) dalam Fitri Ismiyanti dan M Hanafi (2003) mengatakan bahwa nilai perusahaan merupakan gabungan aktiva dengan investasi masa depannya. Kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS) yang tinggi di

masa depan membuat perusahaan dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi.

Tingkat pertumbuhan yang tinggi di asosiasikan dengan penurunan dividen (Rozeff, 1982 dalam Budi Mulyono, 2009). Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai dari yang dapat diperoleh dari sumber internal maupun intern. Jika kebutuhan dana investasi dibiayai dengan sumber intern, maka terjadi penurunan pembayaran dividen dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, hasil penelitian Fitri Ismayanti dan M Hanafi (2003), menyatakan bahwa pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen adalah negative. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis :

Hasil penelitian ini menyatakan bahwa hipotesis yang berbunyi: “IOS berpengaruh negative terhadap Kebijakan Dividen Tunai perusahaan” terbukti secara teoritik dan statistic. Hasil ini sejalan dengan penelitian Suharli yang menyatakan bahwa Investment Opportunity Set yang diprosikan dengan Total Assets berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen

4.6.3. Likuiditas mempengaruhi hubungan antara Profitabilitas dan Investment Opportunity Set dan kebijakan dividen Tunai Perusahaan

Michell Suharli (2007) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki likuiditas lebih baik maka akan mampu membayar dividen lebih banyak. Pada perusahaan yang membukukan keuntungan lebih tinggi (profitabilitas tinggi), ditambah likuiditas yang lebih baik, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Pada perusahaan yang menggunakan dana untuk investasi lebih banyak akan menyebabkan dana untuk pembayaran dividen berkurang, namun likuiditas yang lebih baik mampu mengeliminir (memperlemah) hipotesis tersebut karena saat itu perusahaan dapat menunda pembayaran hutang jangka pendeknya. Likuiditas diartikan sebagai kemampuan melunasi seluruh kewajiban jangka pendeknya dan mendanai operasionalnya. Michael

Suharli (2007) mengatakan bahwa hanya perusahaan yang memiliki likuiditas baik yang akan membagikan labanya kepada pemegang saham dalam bentuk tunai. Sebaliknya pihak manajemen perusahaan akan menggunakan potensi likuiditas yang ada untuk melunasi kewajiban jangka pendek maupun mendanai operasi perusahaannya.

Hasil Penelitian M Suharli (2007) mengatakan bahwa likuiditas dapat digunakan sebagai variable penguat (variable moderator) karena memberikan hasil yang signifikan pada $\beta = 0,10$ dalam mempengaruhi profitabilitas dan kesempatan investasi. Sama dengan penelitian M suharli, penelitian ini memproksikan likuiditas dengan current ratio.

Berdasarkan hasil penelitian ini, maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis yang berbunyi: “Likuiditas memperkuat pengaruh Return On Investment terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan” dan “Likuiditas memperkuat pengaruh Investment Opportunity terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan tidak terbukti secara empiric.

5. SIMPULAN DAN SARAN

5.1.SIMPULAN

Hasil penelitian ini memberikan solusi pengaruh ke dua variable independen terhadap DPR. Dari keempat hipotesis yang diajukan terdapat satu hipotesis yang diterima yaitu hipotesis ke dua (2).

1. Profitabilitas yang diproksi dengan Return on Investment (ROI) tidak berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen
2. Investment Opportunity Set (IOS) berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen
3. Untuk model Likuiditas memperkuat pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen, maupun Likuiditas memperkuat pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Kebijakan Dividen, secara statistic model yang digunakan tidak layak.

4. Pengujian secara parsial pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividend an pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Kebijakan Dividen menghasilkan model yang lebih baik

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih mempunyai beberapa keterbatasan yaitu :

1. Penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relative pendek yaitu 4 tahun dengan jumlah sampel kecil yaitu 44 perusahaan.
2. Faktor fundamental yang digunakan untuk memprediksi Kebijakan Diveden hanya Profitabilitas dan Investment Opportunity Set (IOS)

5.3. Agenda Penelitian Mendatang

Dari hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat disarankan hal-hal berikut :

1. Kemampuan menjelaskan varibel Profitabilitas yang diproksi ROI dan Investment Opportunity Set (IOS) yang relative rendah (40,9%), maka disarankan untuk penelitian mendatang memasukkan factor fundamental yang lain seperti ROE, Leverage, Kepemilikan Manajerial.
2. Ketidakmampuan variable Likuiditas menjadi variable penguat pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Kebijakan Dividen, dapat digunakan sebagai dasar untuk menggunakan variable lain, misalnya Cash Flow.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F, and Gapenski Laouise C, *Intermediate Ownership, Financial Management*, 5th Edition, The Dryden Press, New York, 1996
- Chang, M dan Rhee, KR, “*Testing trade off and pecking order prediction about dividends and debt*” *The center for research in security prices working paper*, 1990, 506 1-38
- Elloumi, Fathi dan Jena-Pierre Gueyle, “*CEO Compensation, IOS and The Role of Corporate Governance*,” *Corporate Governance*, Vol 1, No. 2 p 23-33, 2001
- Emory, C William (1996) “*Metode Penelitian Bisnis*, Penerbit Erlangga Jakarta
- Gaver, JJ dan Keneth M, Gaver, “ *Evidance on The Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol 1, p : 233-265, 1993
- Ghozali, Imam, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang, 2011
- Gujarati, Damonar N dan Dawn C Porter, *Dasar-dasar Ekonometrika*, Edisi 5, Salemba Empat, 2012
- Imam Subekti dan IW Kusuma, “*Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan serta implikasinya pada Perubahan Harga Saham*, Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntan Indonesia, 2001, hal 820-845
- Ismiyanti, Fitri dan Mamduh Hanafi, “*Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan, Analisa Persamaan Simultan*”, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 2004, Vol 19, N0.2
- Kumar, Suwendra, *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Investmentan Opportunity Set (IOS), dan Rasio-Rasio Keuangan terhadap Dividend Payuot Ratio (DPR)*, 2007
- Mulyono Budi, *Pengaruh Debt to Equity Ratio, Insider Ownership, Size dan Investment Opportunity Set, Ownership*, terhadap Kebijakan Dividen, 2009

- Putu AM dan Jogiyanto Hartono (2002) “Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi Interdependensi antara Kebijakan Hutang Interdependensi Interdependensidengan Kebijakan Dividen, Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntan Indonesia, p 635-647
- Sharma,S. RM Durand dan O. Gurarie, August 1981 “Identification and Analysis of Moderator Variables” Journal of Marketing Research.
- Stice, EK, Stice, JD dan Skousen KF, 2005, “Intermediate Accounting, 15th edition, Sout Western Publishing Co, Cincinnati, Ohio
- Suharli, Michell, Pengaruh Profitability dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai variabel penguat, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Petra, 2007, hal 9- 17
- Sulistiyowati, Indah, et.all, Pengaruh *Profitabilitas, Leverage, dan Growth* terhadap Kebijakan Dividen dengan *Good Corporate Governance* sebagai variable Intervening, Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi, Purwokerto, Ikatan Akuntan Indonesia, 2010
- Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) “Analisis Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia”, Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntan Indonesia, p 278-293
- Wirjolukito, A.Yanto, H. dan Sandy, Faktor-faktor yang merupakan pertimbangan dalam Keputusan Pembagian Dividen, Tinjauan terhadap Teori Pensinyalan Dividen pada Perusahaan *Go Public* di Indonesia”, Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya, Jakarta, 2003