

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)

Michell Suharli

Staf Pengajar Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya, Jakarta

ABSTRAK

Penelitian ini bermaksud menguji pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan jumlah dividen kas perusahaan publik di Jakarta dengan menggunakan likuiditas sebagai variabel penguat (variabel moderator). Profitabilitas diukur dengan *return on investment* (ROI), kesempatan investasi diproksikan oleh *fixed assets*, dan likuiditas sebagai variabel moderat diproksikan oleh *current ratio* di Bursa Efek Jakarta. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan di Indonesia yang *listing* di BEJ dan membagikan dividen pada tahun 2002-2003. Hasil penelitian ini adalah kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan.

Kata kunci: dividen, profitabilitas, *return on investment*

ABSTRACT

The objective of this research is to study influence of profitability and investment opportunity as independent variable, and liquidity as moderating variable toward cash dividend. It is interesting to analyze factors that influence dividend policy because to many considerations. Sometimes those considerations cause conflict between many parties. Research object is companies that delisting in Bursa Efek Jakarta that paid dividend. Research sample using purposive sampling of companies for period ended 2002 and 2003. This research concludes that both of two independent variables have significant influence toward dividend amount policy, and liquidity moderate the influence.

Keywords: dividend, profitability, investment opportunity, liquidity

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen kas sebuah perusahaan memiliki dampak penting bagi banyak pihak yang terlibat di masyarakat (Suharli 2004). Bagi para pemegang saham atau investor, dividen kas merupakan tingkat pengembalian investasi mereka berupa kepemilikan saham yang diterbitkan perusahaan lain. Bagi pihak manajemen, dividen kas merupakan arus kas keluar yang mengurangi kas perusahaan. Oleh karenanya kesempatan untuk melakukan investasi dengan kas yang dibagikan sebagai dividen tersebut menjadi berkurang. Bagi kreditor, dividen kas dapat menjadi signal mengenai kecukupan kas perusahaan untuk membayar bunga atau bahkan melunasi pokok pinjaman. Kebijakan dividen kas yang cenderung membayarkan dividen dalam jumlah relatif besar akan mampu memotivasi pemerhati untuk membeli saham perusahaan. Perusahaan yang memiliki kemampuan membayar dividen diasumsikan masyarakat sebagai perusahaan yang menguntungkan.

Namun demikian pertimbangan menjadi semakin rumit apabila kepentingan berbagai pihak diakomodasi. Di satu sisi ada pihak yang cenderung berharap pembayaran dividen lebih besar atau sebaliknya. Kita sederhanakan saja, umumnya pihak manajemen menahan kas untuk melunasi hutang atau meningkatkan investasi. Maksudnya pengurangan hutang akan mengurangi *cash outflow* berupa *interest expense* atau investasi dapat memberikan pengembalian berupa *cash inflow* bagi perusahaan. Di sisi lain, pemegang saham mengharapkan dividen kas dalam jumlah relatif besar karena ingin menikmati hasil investasi pada saham perusahaan. Kondisi inilah yang dipandang teori agensi sebagai konflik antara prinsipal dan agen (Jensen & Meckling 1976).

Berdasarkan *agency theory*, pihak manajemen adalah agen (*agents*) pemilik, sedangkan pemilik perusahaan merupakan *principal*. Jensen dan Meckling (1976) memperlihatkan bahwa pemilik dapat meyakinkan diri mereka bahwa agen akan membuat keputusan yang optimal bila terdapat

insentif yang memadai dan mendapatkan pengawasan dari pemilik. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham akan mengakibatkan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Kebijakan dividen kas dapat menjadi salah satu bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap pihak manajemen. Pemegang saham berusaha menjaga agar pihak manajemen tidak terlalu banyak memegang kas karena kas yang banyak akan menstimulus pihak manajemen untuk menikmati kas tersebut bagi kepentingan dirinya sendiri.

Pihak manajemen akan membatasi arus kas keluar berupa dividen kas yang berjumlah terlalu besar dengan alasan mempertahankan kelangsungan hidup, menambah investasi untuk pertumbuhan atau melunasi hutang (Suharli dan Oktarina 2005). Ketiga pertimbangan tersebut dikatakan sebagai upaya untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Namun pihak manajemen umumnya tetap mempertahankan kebijakan pembayaran dividen, sekurang-kurangnya pembagian dividen saham (*stock dividend*) untuk menjaga kestabilan harga saham. Kebijakan stabilitas dividen tentu memiliki daya tarik tersendiri yang dapat menjaga harga pasar saham pada kondisi terbaik. Pertimbangan pada kondisi terbaik ini yang disebutkan pihak manajemen sebagai upaya peningkatan kesejahteraan pemegang saham.

Berbagai pertimbangan mengenai penetapan jumlah yang tepat untuk dibayarkan sebagai dividen adalah sebuah keputusan finansial yang sulit bagi pihak manajemen (Ross 1977). Keputusan suatu perusahaan mengenai dividen terkadang diintegrasikan dengan keputusan pendanaan dan keputusan investasi. Semakin rumit kegiatan perusahaan maka konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen semakin banyak. Perusahaan memiliki pemisahan yang jelas antara kepemilikan (*ownership*), pengoperasian (*operation*), dan pengendalian (*control*). Pemisahan antara fungsi kepemilikan, pengoperasian, dan pengendalian memungkinkan manajemen lebih mementingkan kepentingan mereka daripada kepentingan perusahaan atau para pemilik.

Faktor penentu kebijakan dividen kas menjadi sedemikian rumit dan menempatkan pihak manajemen (juga pemegang saham) pada posisi yang dilematis (Suharli dan Harahap 2004). Terlalu banyak faktor yang menjadi pertimbangan kebijakan dividen sebuah perusahaan. Dari sedemikian banyak faktor, sulit sekali untuk menyimpulkan yang mana paling dominan mempengaruhi kebijakan dividen kas perusahaan. Penelitian ini me-

rupakan pengembangan penelitian penulis terdahulu mengenai faktor yang mempengaruhi kebijakan jumlah dividen. Penelitian ini membatasi penelitian terhadap faktor yang dianggap mempengaruhi kebijakan jumlah dividen, yaitu profitabilitas, *leverage*, dan harga saham. Penelitian ini mengambil sampel dari perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta. Rentang waktu laporan keuangan yang digunakan sebagai objek penelitian ini adalah periode yang berakhir tanggal 31 Desember 2002 sampai dengan 31 Desember 2003. Sedangkan ketiga faktor yang diduga mempengaruhi jumlah kebijakan dividen diambil dari satu tahun sebelum dividen dibayarkan ($t-1$), yaitu 2001 dan 2002. Perusahaan yang diteliti bergerak dalam berbagai bidang industri, pernah membagikan dividen pada periode penelitian dan dipilih untuk tujuan penelitian (*purposive sampling*).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan jumlah dividen kas perusahaan publik di Jakarta dengan menggunakan likuiditas sebagai variabel penguat (variabel moderator). Profitabilitas diukur dengan *return on investment* (ROI), kesempatan investasi diproksikan oleh *fixed assets*, dan likuiditas sebagai variabel moderat diproksikan oleh *current ratio* di Bursa Efek Jakarta. Berdasarkan uraian di atas maka masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut: 1) apakah rasio profitabilitas (ROI) mempengaruhi dividen tunai perusahaan? 2) apakah kesempatan investasi mempengaruhi dividen tunai perusahaan? 3a) apakah likuiditas (*current ratio* / CR) yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *return on investment* dan kebijakan dividen tunai perusahaan? 3b) Apakah likuiditas (CR) yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *investment opportunity* dan kebijakan dividen tunai perusahaan.

Penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui faktor yang menjadi pertimbangan dalam kebijakan manajemen tentang jumlah pembagian dividen pada perusahaan *go public*, khususnya di Jakarta. Penelitian ini mempelajari 3 faktor yaitu: profitabilitas (ROI), kesempatan investasi, dan likuiditas (CR) sebagai variabel moderator. Sedangkan manfaat penelitian ini diharapkan dapat berguna bagi banyak pihak. Bagi para investor, calon investor, analis, dan pemerhati investasi, hasil penelitian ini dapat memberikan acuan pengambilan keputusan investasi terkait dengan tingkat pengembalian yang berupa dividen perusahaan. Bagi pihak manajemen perusahaan, penelitian ini dapat menjadi salah satu acuan pengambilan keputusan investasi. Bagi akademisi dan peneliti, penelitian ini diharapkan dapat menjadi rujukan pengembangan ilmu akuntansi maupun keuangan mengenai kajian pembayaran dividen tunai.

DIVIDEN

Stice et al. (2005) 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 dengan 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*). Ikatan Akuntan Indonesia (2004), 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. Ross (1977) mendefinisikan dividen sebagai pembayaran kepada pemilik perusahaan yang diambil dari keuntungan perusahaan, baik dalam bentuk saham maupun tunai. Artinya hanya perusahaan yang membukukan keuntungan dapat membagikan dividen karena dividen diambil dari keuntungan perusahaan.

Besaran dividen tergantung kebijakan dividen masing-masing perusahaan. Menurut Naveli (1989), secara umum kebijakan dividen yang ditempuh perusahaan adalah salah satu dari 3 kebijakan ini, yaitu: 1) *Constant Dividend Payout Ratio*. Terdapat beberapa cara mengatur *dividend payout ratio* yang dibagikan secara tetap dalam persentase atau rasio tertentu, yaitu: (a) membayar dengan jumlah persentase yang tetap dari pendapatan tahunan, (b) menentukan dividen yang akan diberikan dalam setahun sama dengan jumlah persentase tetap dari keuntungan tahun sebelumnya, dan (c) menentukan proyeksi *payout ratio* untuk jangka waktu panjang, 2) *Stable Per Share Dividend*. Kebijakan yang menetapkan besaran dividen dalam jumlah yang tetap. Kebijakan ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan laba yang tinggi, 3) *Reguler Dividend Plus Extra*. Dalam kebijakan ini, perusahaan akan memberikan suatu tingkat dividen yang relatif rendah tetapi dalam jumlah yang pasti, dan memberikan tambahan apabila perusahaan membukukan laba yang cukup tinggi.

Beberapa teori telah dikembangkan oleh para pakar di bidang akuntansi dan manajemen keuangan mengenai pertanyaan yang sangat mendasar yakni apa yang mempengaruhi besarnya dividen. Untuk itu penelitian ini mencoba memaparkan beberapa teori yang relevan dalam

kebijakan dividen pada umumnya dan telah teruji secara empiris, yaitu: 1) *Bird in the Hand Theory* oleh Gordon (1962). Teori ini menyebutkan bahwa dengan *Bird in the hand theory* mendapatkan dividen (*a bird in the hand*) adalah lebih baik daripada saldo laba (*a bird in the bush*) karena pada akhirnya saldo laba tersebut mungkin tidak akan pernah terwujud sebagai dividen di masa depan (*it can fly away*), dan 2) *Clientele Effect Theory* yang diungkapkan Black dan Scholes (1974) yang mengasumsikan jika perusahaan membayar dividen, investor seharusnya mendapatkan keuntungan dari dividen tersebut untuk menghilangkan konsekuensi negatif dari pajak.

PROFITABILITAS DAN DIVIDEN TUNAI

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. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen. Ukuran profitabilitas dapat berbagai macam seperti: laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik. Untuk mengukur profitabilitas menggunakan 2 rasio, yaitu: *Return on Investment* (ROI) dan *Return on Equity* (ROE). ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. ROI sering disebut juga *Return on Assets* (ROA). Nilai ROI sebuah perusahaan diperoleh dengan rumus:

$$ROI = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Aktiva Perusahaan}}$$

Return On Equity (ROE) merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan. Ekuitas pemilik adalah jumlah aktiva bersih perusahaan, sehingga perhitungan ROE sebuah perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Aktiva Bersih Perusahaan}}$$

Penelitian ini menggunakan proksi ROE sebagai ukuran profitabilitas perusahaan. Pertimbangan utama karena ROE merupakan turunan dari ROI sehingga hasilnya merupakan hasil yang dapat lebih menggambarkan profitabilitas.

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

dan Oktorina (2005), namun tidak satupun penelitian tersebut menggunakan ROE sebagai proksi profitabilitas. Oleh karena itu, hipotesis pertama penelitian ini adalah semakin tinggi profitabilitas maka semakin besar jumlah dividen tunai yang dibayarkan.

H1 : Profitabilitas mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan secara positif;

KESEMPATAN INVESTASI

Apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih 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*.

Penelitian Wirjolukito et al. (2003) mengukur pemanfaatan kesempatan investasi dapat diukur dengan peningkatan aktiva tetap bersih. Hal ini sesuai dengan format laporan arus kas (*statement of cash flow*) yang mengukur investasi dari aktiva tetap berwujud dan investasi jangka panjang (Suharli 2005). Hasil penelitian Wirjolukito et al. (2003) menemukan hubungan parameter estimasi dan arah variabel peluang investasi kepada kebijakan dividen bernilai positif. Dengan demikian, hal itu dapat memberikan sinyal bagi perusahaan untuk melaksanakan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia dan beberapa negara yang menjadi sampel di dalam penelitian tentang dividen cenderung menggunakan kebijakan dividen untuk memberikan sinyal atas arus kas di masa yang akan datang dan menggunakan arus kas tersebut untuk mendanai investasi yang menguntungkan di masa yang akan datang.

Di dalam kesetimbangan, dampak pengumuman pada penerbitan baru akan bergantung pada informasi asimetri yang berasal dari aktiva yang dikuasai perusahaan atau berasal dari peluang investasi. Sedangkan menurut Jensen (1986), manajer cenderung untuk menginvestasikan arus kas bebas ke dalam peluang investasi dan memperbesar ukuran perusahaan meskipun tidak menguntungkan. Oleh karena itu, hipotesis kedua penelitian ini adalah:

H2 : Kesempatan investasi mempengaruhi kebijakan jumlah dividen secara negatif;

LIKUIDITAS SEBAGAI MODERATING VARIABLE

Penelitian likuiditas sebagai variabel moderator terhadap faktor yang mempengaruhi kebijakan jumlah dividen tunai belum ditemukan pada literatur di Indonesia. Penelitian ini bermaksud menguji apakah likuiditas memperkuat atau melemahkan pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap jumlah dividen yang dibayarkan. Alur berpikir penulis adalah 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 menginvestasikan dana lebih banyak akan menyebabkan jumlah dividen tunai yang dibayarkan berkurang, namun likuiditas yang baik mampu melemahkan (memperlemah) hipotesis tersebut karena saat itu perusahaan dapat menunda pembayaran hutang jangka pendeknya. Likuiditas diartikan sebagai kemampuan perusahaan melunasi seluruh kewajiban jangka pendeknya (Karnadi 1997) dan mendanai operasional usahanya (Suharli 2004).

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 ataupun mendanai operasi perusahaannya. Penelitian ini memproksikan likuiditas perusahaan dengan *current ratio*. Dengan demikian hipotesa yang dapat dirumuskan mengenai likuiditas sebagai *moderating variable* terhadap hubungan antara profitabilitas dan kebijakan pembagian dividen tunai adalah:

H3a : Likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *return on investment* dan kebijakan dividen tunai perusahaan;

H3b: Likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *investment opportunity* dan kebijakan dividen tunai perusahaan.

Rerangka pemikiran dalam penelitian ini berangkat dari adanya anggapan bahwa kebijakan dividen dalam perusahaan dipengaruhi oleh 3 faktor, yaitu 2 faktor variabel independen dan 1 faktor variabel *moderating*: 1) Profitabilitas dalam penelitian ini diproksikan oleh *Return On Investment* (ROI.) ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. ROI sering disebut juga *Return on Assets* (ROA). Nilai ROI sebuah perusahaan diperoleh dengan

membagi laba bersih dengan jumlah aktiva perusahaan. Hermi (2004) mengungkapkan laba diperoleh dari selisih antara harta yang masuk (pendapatan dan keuntungan) dan harta yang keluar (beban dan kerugian). Laba perusahaan tersebut dapat ditahan (sebagai saldo laba) dan dapat dibagi (sebagai dividen). Sehingga secara sederhana dapat ditarik simpulan bahwa perusahaan yang tidak mampu menghasilkan laba maka mustahil membagikan dividen. Dugaan penelitian ini adalah semakin tinggi profitabilitas maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan, 2) Kesempatan investasi dalam penelitian ini diprosikan oleh *fixed assets*. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi berarti memiliki banyak kesempatan investasi kesempatan investasi. 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*. 3). Likuiditas sebagai variabel moderator dalam penelitian ini diprosikan oleh *current ratio* (CR). Penelitian ini bermaksud menguji apakah likuiditas memperkuat atau memperlemah pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap jumlah dividen yang dibayarkan. Alur berpikir penulis adalah 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 menginvestasikan dana lebih banyak akan menyebabkan jumlah dividen tunai yang dibayarkan berkurang, namun likuiditas yang baik mampu mengeliminir (memperlemah) hipotesis tersebut karena saat itu perusahaan dapat menunda pembayaran hutang jangka pendek.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini hendak menguji seberapa besar profitabilitas dan kesempatan investasi dapat mempengaruhi kebijakan jumlah dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel penguat. Pada penelitian ini profitabilitas yang diprosikan oleh ROI, dan kesempatan investasi menjadi variabel bebas (*independent variable*), yaitu variabel yang diduga mempengaruhi. Sedangkan kebijakan jumlah dividen tunai menjadi variabel tak bebas (*dependent variable*), yang diduga dipengaruhi, serta likuiditas yang diprosikan oleh CR sebagai

variabel moderator (penguat) Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan di Indonesia yang *listing* di BEJ dan membagikan dividen pada tahun 2002-2003. Sumber data penelitian diambil dari laporan keuangan tahunan 2002-2003. Data penelitian diambil dengan metode *purposive sampling* terhadap perusahaan yang berada di Indonesia. Sampel penelitian ini sebanyak 160 perusahaan.

Dalam penelitian ini terdapat 2 variabel bebas, 1 variabel tidak bebas, dan 1 variabel moderator. Variabel bebas (variabel X) adalah Profitabilitas (ROI) sebagai X_1 , dan kesempatan investasi sebagai X_2 , variabel tidak bebas (variabel Y) yaitu kebijakan jumlah dividen tunai, dan variabel moderator yaitu likuiditas (CR). Variabel tersebut dapat dilihat pada tabel 1.

Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program komputer SPSS versi 13 for Windows. Data yang menjadi sampel adalah data yang terdapat dalam laporan keuangan yang telah diaudit yaitu neraca. Jenis data adalah data sekunder yang bersifat kuantitatif. Data dimasukkan dengan panduan buku kode yang dibuat sebelumnya. Data diolah, disajikan, dan dianalisa untuk melihat hubungan/korelasi antara variabel independen dan variabel dependen. Data dimasukkan dengan panduan buku kode yang dibuat sebelumnya.

Selanjutnya model penelitian ini adalah:

$$DPR = a + \beta_1 ROI \quad (1)$$

$$DPR = a + \beta_1 FA \quad (2)$$

$$DPR = a + \beta_1 ROI + \beta_2 CR + \beta_3 Moderate \quad (3)$$

$$DPR = a + \beta_1 FA + \beta_2 CR + \beta_3 Moderate \quad (4)$$

Keterangan:

DPR : *Dividend Payout Ratio* (DPR)

ROI : *Return on Investment* sebagai proksi dari profitabilitas

FA : *Fixed Assets* sebagai proksi dari kebijakan investasi

CR : *Current ratio (Moderating variable)*, yaitu proksi dari likuiditas

1) Hipotesa yang dikemukakan oleh peneliti menggunakan tingkat signifikansi sebesar 20%. Oleh karena itu, apabila tingkat signifikansi yang diperoleh dari hasil pengolahan data lebih dari 20 % maka hipotesa ditolak, sebaliknya jika hasil uji hipotesa berada diantara 0-20 % maka hipotesa diterima. Masson (1999) menyebutkan bahwa tidak terdapat satu level signifikan yang dapat diaplikasikan untuk semua pengujian. Pada umumnya, level signifikansi sosial yang bisa diterima adalah 0.01, 0.05, 0.10, 0.15, 0.20, 0.25, dan 0.30. Oleh karena itu, apabila tingkat signifikansi yang diperoleh dari hasil pengolahan data lebih dari 20 % maka hipotesa ditolak, sebaliknya jika hasil uji

hipotesa berada diantara 0-20 % maka hipotesa diterima. Selanjutnya hasil uji hipotesa harus dianalisa lebih jauh, apabila hasil uji hipotesa antara 0-20% yang memberikan hasil searah artinya hipotesa tersebut diterima, sedangkan untuk hasil uji hipotesa yang memberikan hasil yang berlawanan maka hipotesa tersebut ditolak, 2) Kriteria MRA yang digunakan sebagai dasar untuk memastikan kedua variabel moderator dalam penelitian ini adalah benar sebagai variabel moderator menggunakan pengujian moderasi yang dilakukan oleh Sharma et al. (1981). Jika persamaan (3) dan (4) tidak secara signifikan berbeda, yaitu : b_4 sama dengan 0 dan b_3 tidak sama dengan 0 maka Moderate bukan variabel moderator. Moderate disimpulkan sebagai *pure moderator* jika persamaan (1), (2), dan (3) tidak berbeda, tetapi berbeda dengan persamaan (4), yaitu b_3 tidak sama dengan 0; b_4 tidak sama dengan 0. Variabel Sedangkan Moderate diklasifikasikan sebagai *quasi moderator*, jika persamaan (1), (2), (3) dan (4) masing-masing berbeda, yaitu b_3 tidak sama dengan 0 dan b_4 tidak sama dengan 0.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Variabel yang diukur dalam penelitian ini yaitu ROE, dan FA dengan variabel moderat yaitu *current ratio* (CR). Statistik deskriptif dari variabel tersebut dapat diamati pada tabel 1.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variable	Means	St. Deviation	N
DPR	31.1751	54.95263	160
ROI	10.9719	20.16030	160
FA	236.8710	852.18673	160
CR	2.8659	3.39955	160
Moderat	29.1194	52.99256	160
Moderat	406.7134	1347.58011	160

Pada Tabel 1. tampak bahwa hasil analisa data yang diperoleh dari pengujian terhadap 160 perusahaan *go public* di BEJ yang membagikan dividen bahwa variabel DPR mempunyai nilai *mean* sebesar 31,1751 dan deviasi standar 54,95263. Untuk variabel ROI nilai rata-ratanya

sebesar 10,9719 dan deviasi standar 20,16030. Variabel FA mempunyai nilai *means* sebesar 236,8710 dan deviasi standar sebesar 852,18673. Nilai *means* untuk variabel CR sebesar 2,8659 dan deviasi standar sebesar 3,39955. Nilai rata-rata untuk pengaruh variabel moderat terhadap ROI sebesar 29,1194 dengan deviasi standar 52,99256 serta pengaruh variabel moderat terhadap FA mempunyai nilai rata-rata sebesar 406,7134 dan deviasi standar 1347,58011..

Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas digunakan analisis matrik korelasi antar variabel bebas dan perhitungan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Apabila korelasi diatas 80% dan nilai VIF lebih besar dari sepuluh maka terjadi multikolinieritas. Berikut ini disajikan matrik korelasi dan hasil pengujian VIF.

Tabel 2. Matrik Korelasi Antar Variabel

	DPR	ROI	FA
DPR	1.000		
ROI	0.142	1.000	
FA	-0.047	-0.025	1.000
CR	0.229	-0.031	-0.095
Moderat	0.503	0.666	-0.084
Moderat	-0.081	-0.048	0.780

Tabel 2. menunjukkan bahwa variabel mempunyai korelasi paling tinggi dengan variabel moderat sebesar 0.780 atau 78%, korelasi ini masih berada di bawah 80% maka dapat dikatakan tidak terjadi multikolinieritas.

Pada tabel 3. terlihat bahwa variabel bebas maupun variabel moderat memiliki nilai VIF di bawah 10 dan nilai *tolerance* di atas 20%. Berdasarkan Tabel 3 dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel bebas dengan variabel moderat dalam model regresi.

Pada tabel 4. terlihat bahwa variabel bebas maupun variabel moderat memiliki nilai VIF di bawah 10 dan nilai *tolerance* di atas 20%. Berdasarkan Tabel 3 dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel bebas dengan variabel moderat dalam model regresi.

Tabel 3. Analisis VIF Pengaruh variabel moderat terhadap ROI Coefficient^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	31.553	5.290		5.965	.000					
	ROI	-1.553	.286	-.570	-5.428	.000	.142	-.399	-.344	.365	2.738
	CR	-5.358	1.476	-.331	-3.630	.000	.229	-.279	-.230	.482	2.073
	Moderat	1.092	.127	1.053	8.603	.000	.503	.567	.546	.269	3.724

a. Dependent Variable: DPR

Tabel 4. Analisis VIF Pengaruh variabel moderat terhadap kesempatan investasi
Coefficient^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 (Constant)	19.651	5.765		3.408	.001					
FA	.012	.008	.186	1.434	.154	-.047	.114	.110	.351	2.848
CR	4.559	1.325	.282	3.440	.001	.229	.266	.265	.880	1.136
Moderat	-.011	.005	-.264	-2.027	.044	-.081	-.160	-.156	.348	2.874

a. Dependent Variable: DPR

Tabel 5. Output Autokorelasi

Model	Dw-test
Pengaruh variable moderat terhadap ROI	1,894
Pengaruh variable moderat terhadap FA	1,933

Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi digunakan *Durbin Watson Test*. Apabila nilai DW terletak di atas batas atas maka tidak ada autokorelasi. Dari Hasil uji DW, diperoleh pengaruh variabel moderat terhadap variabel ROE memiliki nilai *dw test* sebesar 1,894 dan pengaruh moderat terhadap variabel kesempatan investasi (FA) sebesar 1,933. Nilai tersebut berada di dalam area "no auto" atau berada di atas batas atas sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi pada penelitian ini.

Pendeteksian terhadap heterokedastisitas menggunakan uji Glejser. Dari pengujian data diperoleh bahwa tingkat signifikansi pada setiap variabel ada yang ada bernilai dibawah 20%. Hal ini berarti data yang ada tidak signifikan sehingga tidak terjadi heterokedastisitas.

Berdasarkan uji hipotesis yang telah dilakukan dengan menggunakan bantuan program SPSS 13, didapat hasil sebagai berikut : a) Uji Hipotesis 1. Uji hipotesis 1, yaitu profitabilitas (ROI) mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan secara positif. Pada tabel 3 menghasilkan nilai t sebesar -5.428 dengan signifikansi sebesar 0.000. Pada tabel korelasi terlihat bahwa korelasi antara ROE dengan dividen tunai perusahaan adalah sebesar 0,142. Tanda positif menunjukkan bahwa ROE dengan dividen tunai perusahaan mempunyai korelasi yang positif. Nilai signifikansi yang di dapat berada pada level 0.2, ini berarti hipotesis 1 (H1) tersebut dapat diterima, b) Uji Hipotesis 2. Uji hipotesis 2, yaitu kesempatan investasi (FA) mempengaruhi kebijakan jumlah dividen perusahaan secara negatif. Pada tabel 4 menghasilkan nilai t sebesar 1.434 dengan signifikansi sebesar 0.154. Pada tabel korelasi terlihat bahwa korelasi antara FA dengan dividen tunai perusahaan adalah sebesar -0,047. Tanda negatif menunjukkan bahwa FA dengan dividen tunai perusahaan mempunyai korelasi yang negatif. Nilai signifikansi yang di dapat berada di bawah 0.2, ini berarti hipotesis 1 (H1) tersebut dapat diterima, c). Uji

Hipotesis 3a Uji hipotesis 3a, yaitu likuiditas mempengaruhi hubungan antara ROE dan kebijakan dividen tunai perusahaan. Pada tabel 3 menghasilkan nilai t sebesar 8.603 dengan signifikansi sebesar 0.000. Nilai signifikansi yang di dapat berada pada level 0.2, ini berarti hipotesis 3a (H3a) tersebut dapat diterima dan d). Uji Hipotesis 3b. Uji hipotesis 3b, yaitu likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *investment opportunity* dan kebijakan dividen tunai perusahaan. Pada tabel 4 menghasilkan nilai t sebesar -2.027 dengan signifikansi sebesar 0.044. Nilai signifikansi yang di dapat berada pada level 0.2, ini berarti hipotesis 3b (H3b) tersebut dapat diterima

Tabel 6. Persamaan Regresi Hubungan Variabel moderat dengan ROI

Persamaan Regresi				
R Square	0.372			
F Value	30.861			
	Predicted Sign	Koefisien (B)	T Value	VIF
ROI	-	-1.553	-5.428	2.738
CR	-	-5.358	-3.360	2.073
Moderat	+	1.092	8.603	3.724

Rumus regresi yang dihasilkan dari pengaruh variabel moderator terhadap ROI

$$\text{DPR} = 31.553 - 1.553\text{ROI} - 5.358 \text{ CR} + 8.603 \text{ Moderat}$$

Dari tabel 3 dapat diketahui bahwa variabel independen maupun variabel moderator diterima karena memenuhi tingkat signifikansi antara 0-20%. Dari hasil persamaan tersebut menunjukkan bahwa konstanta sebesar 31.553 menyatakan jika ROI dan variabel moderator (CR) konstan maka DPR adalah sebesar 31.553. Pada tabel 6, koefisien regresi ROI sebesar -1.553 menyatakan bahwa setiap pengurangan (karena tanda -) ROI sebesar 0,001 atau 1% akan menurunkan DPR sebesar 1.553 dengan asumsi variabel moderat tetap. Dari hasil perhitungan analisis menunjukkan bahwa koefisien regresi variabel moderat adalah 8.603 dimana menunjukkan setiap penambahan variabel

moderat (CR) sebesar 0,001 atau 1% akan meningkatkan DPR sebesar 8.603 dengan asumsi ROI tetap.

Tabel 7. Persamaan Regresi Hubungan Variabel moderat dengan FA

Persamaan Regresi				
R Square	0.077			
F Value	4.355			
	Predicted Sign	Koefisien (B)	T Value	VIF
FA	+	0.012	1.434	2.848
CR	+	4.559	3.440	1.136
Moderat	-	-0.011	-2.027	2.874

Rumus regresi yang dihasilkan dari pengaruh variabel moderator terhadap FA

$$DPR = 19.651 + 0.012 + 4.559CR - 0.011 \text{ Moderat}$$

Dari tabel 4 dapat diketahui bahwa FA tidak signifikan karena memiliki tingkat signifikansi lebih dari 0.1, sedangkan variabel moderator diterima karena memenuhi tingkat signifikansi antara 0-20%. Dari hasil persamaan tersebut menunjukkan bahwa konstanta sebesar 19.651 menyatakan jika FA dan variabel moderator (CR) konstan maka DPR adalah sebesar 19.651. Koefisien regresi FA sebesar 0.012 menyatakan bahwa setiap penambahan (karena tanda +) FA sebesar 0,001 atau 1% akan meningkatkan DPR sebesar 0.012 dengan asumsi variabel moderat tetap. Dari hasil perhitungan menunjukkan bahwa koefisien regresi variabel moderat adalah -0.011 dimana menunjukkan setiap pengurangan variabel moderat (CR) sebesar 0,001 atau 1% akan menurunkan DPR sebesar 0.011 dengan asumsi FA tetap, seperti tampak pada tabel 7.

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai salah satu acuan bagi seluruh pihak yang berkepentingan dengan rasio pembayaran dividen. Hasil penelitian ini merumuskan bahwa profitabilitas dan kesempatan investasi mempengaruhi keputusan jumlah pembagian dividen perusahaan *go public* di BEJ. Bedanya adalah profitabilitas berpengaruh secara positif sedangkan kesempatan investasi berpengaruh secara negative. Penelitian ini juga membuktikan secara empiris bahwa variabel likuiditas menguatkan pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan jumlah dividen.

Penelitian ini diharapkan membantu para pemerhati memprediksi peningkatan atau penurunan jumlah dividen kas melalui analisa terhadap profitabilitas dan investasi perusahaan, serta pengaruh *moderating* dari likuiditas perusahaan.

Sedangkan bagi pihak manajemen membantu untuk pengambilan keputusan terkait dengan besaran rasio pembagian dividen.

KESIMPULAN

Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa likuiditas dapat digunakan sebagai variabel penguat (variabel moderator) karena memberikan hasil yang signifikan pada $\alpha = 0.10$ dalam mempengaruhi profitabilitas dan kesempatan investasi, tetapi dari kedua variabel independen hanya profitabilitas yang dapat mempengaruhi kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan. Dengan demikian penelitian ini menyimpulkan bahwa kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan. Saran untuk penelitian selanjutnya adalah menggunakan variabel independen yang lebih banyak lagi untuk menghasilkan hasil penelitian yang komprehensif. Di samping itu pemilihan sampel sebaiknya lebih banyak lagi.

DAFTAR PUSTAKA

- Black, F., dan Scholes, M., 1974. "The Effects on Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns". *Journal of Financial Economics*.
- Gordon, M. J., February 1962. "The Savings, Investment and Valuation of a Corporation". *Review of Economics and Statistics*.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2004. *Standar Akuntansi Keuangan*. per 1 Oktober 2004, Salemba Empat, Jakarta.
- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling. 1976. "The Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*.
- Karnadi, Steve H., 1993. *Manajemen Pembelian*, Jakarta Yayasan Promotio Humana.
- Naveli, Raymond P., 1989. *Fundamentals of Managerial Finance*. Cincinnati Ohio: South Western Publishing.
- Ross, S.A., 1977. "The determination offinancial structure: The incentive Signaling approach". *Bell Journal of Economics*. 8: 23-40.
- Sharma, S., R.M. Durand, dan O., Gurarie. August 1981) "Identification and Analysis of Moderator Variables". *Journal of Marketing Research*.

- Stice, E.K., Stice, J.D., dan Skousen, K.F., 2005. *Intermediate Accounting*, 15th Edition, South-Western Publishing Co. Cincinnati, Ohio.
- Suharli, M., 2004. *Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen*. Tesis Magister Akuntansi (Tidak Dipublikasikan). Jakarta.
- _____, dan Harahap, S.S., 2004. "Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen". *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*. Universitas Trisakti. 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.
- Wirjolukito, A. 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*. Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya. Jakarta.