

Diky May Pratama; Pengaruh Profitabilitas, Investment ...

PENGARUH PROFITABILITAS, INVESTMENT OPPORTUNITY SET, CASH FLOW, DEBT TO EQUITY RATIO, DAN RISIKO TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN PENGOLAHAN NON MIGAS

DIKY MAY PRATAMA

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya,
Kampus Ketintang Surabaya 60231

E-mail: dikymay79@yahoo.com

Abstract: *This study aims to examine the influence of profitability, Investment Opportunity Set (IOS), cash flow, Debt to Equity Ratio (DER), and risk toward dividend policy of non oil and gas processing companies listed in Bursa Efek Indonesia (BEI) 2008-2012 years. The independent variables in this study consisted of profitability, IOS, cash flow, DER, and risk. The number of sample used in this study consisted of 23 companies from 114 non oil and gas processing companies in BEI taken by a purposive sampling method. Results showed that all the variables simultaneously significant toward dividend policy. Data analysis using multiple linear regression analysis. Partially profitability has positive effect toward dividend policy. While IOS, cash flow, DER, and risk has no effect toward dividend policy.*

Keywords: *dividend policy, profitability, IOS, cash flow, DER and risk.*

PENDAHULUAN

Pemegang saham mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan yaitu untuk mencari pendapatan atau tingkat pengembalian investasi (*return*) baik berupa dividen maupun *capital gain*. Dalam hubungannya dengan pendapatan dividen, para pemegang saham umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, sehingga mengurangi ketidakpastian dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan (Horne dan Wachowicz, 2010: 270). Kebijakan dividen perusahaan tergambar pada *Dividend Payout Ratio* (DPR) nya yaitu persentase laba setelah pajak yang dibagikan dalam bentuk deviden tunai, artinya besar kecilnya DPR akan mempengaruhi keputusan investasi para pemegang saham dan disisi lain berpengaruh pada kondisi keuangan perusahaan. Pertimbangan mengenai DPR ini diduga sangat berkaitan dengan kinerja keuangan

perusahaan (Marlina dan Danica, 2009).

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan pengolahan non migas yang terdaftar di BEI, sebab sektor ini memiliki peran penting serta kontribusi besar terhadap pertumbuhan ekonomi Indonesia melalui Produk Domestik Bruto (PDB). Pada tahun 2008 kontribusi perusahaan pengolahan non migas pernah mencapai 24,05 % dari total PDB, dan terus menurun hingga tahun 2012 kontribusinya menjadi 21,51 %. Penurunan kontribusi perusahaan pengolahan non migas terhadap PDB dari tahun 2008-2012 tidak membuat perusahaan pengolahan non migas tidak membagikan dividen. Justru perusahaan pengolahan non migas membagikan dividen paling banyak jika dibandingkan dengan sektor lainnya.

Stabilitas dividen merupakan suatu hal yang penting. Perusahaan cenderung memberikan dividen dengan jumlah yang relatif stabil.

Karena banyak pemegang saham yang mengandalkan diri pada dividen untuk membayar pengeluaran-pengeluaran mereka, dan mereka akan sangat tidak nyaman jika aliran dividen yang mereka terima tidak stabil. Selain itu, para pemegang saham cenderung lebih menyukai dividen yang stabil karena dividen dianggap mempunyai isi informasi tentang kondisi perusahaan. Para pemegang saham menggunakan kebijakan dividen sebagai indikator prospek perusahaan (Husnan, 1994: 387). Namun kenyataannya, perkembangan pembayaran dividen pada perusahaan pengolahan non migas tahun 2008-2012 mengalami fluktuasi dan tidak mengindikasikan adanya penerapan kebijakan dividen yang stabil.

Peningkatan laba menjadi indikator kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Perusahaan yang mempunyai aliran kas atau profitabilitas yang baik bisa membayar dividen atau meningkatkan dividen (Hanafi, 2013: 375). Ketidakstabilan pembayaran dividen pada perusahaan pengolahan non migas tidak sesuai dengan perkembangan laba bersih yang terus mengalami peningkatan yang ekstrim sepanjang 2008-2012.

Pada kondisi tersebut, biasanya investor terlebih dahulu menganalisis kondisi kesehatan keuangan perusahaan dan prospek pengembalian investasi dari perusahaan yang akan dipilih. Salah satu pertimbangannya adalah kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan tersebut. Oleh karena itu, diperlukan adanya penelitian yang lebih lanjut untuk mengkaji mengenai faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Ardestani *et al.*, (2013) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap DPR. Perusahaan-perusahaan yang *profit*

memiliki lebih banyak kesempatan untuk tumbuh, sehingga lebih memilih untuk menginvestasikan arus kas bebasnya dalam proyek pertumbuhan dimasa depan. Berbeda dengan Amidu dan Abor (2006), dan Abor dan Bokpin (2010) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap DPR.

Penelitian yang dilakukan Abor dan Bokpin (2010) menyatakan bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap DPR. Dengan membayar dividen yang rendah perusahaan tersebut bisa mempertahankan dana yang cukup untuk membiayai pertumbuhan dan investasi dimasa depan. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian dengan Ardestani *et al.*, (2013) dimana dalam penelitian mereka menyatakan bahwa IOS berpengaruh positif terhadap DPR.

Perusahaan dengan *cash flow* yang baik dan stabil mampu membayar dividen dengan mudah dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan dengan posisi *cash flow* yang tidak stabil Amidu dan Abor (2006). Penelitian ini bertentangan dengan penelitian dengan Lily *et al.*, (2009) yang menunjukkan bahwa *cash flow* tidak berpengaruh terhadap DPR.

Penelitian yang dilakukan oleh Wicaksana (2012) menyatakan bahwa menurunnya nilai DER pada umumnya akan menyebabkan peningkatan pembayaran dividen. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Andriyani (2008) yang menyatakan DER berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Berbeda dengan Mulyono (2009) yang menyatakan bahwa DER berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Ardestani *et al.*, (2013) menyatakan bahwa risiko berpengaruh negatif terhadap DPR. Perusahaan dengan risiko yang lebih tinggi cenderung mengurangi pembayaran dividen. Hasil penelitian

tersebut mendukung hasil penelitian Lily *et al.*, (2009). Berbeda dengan Rahmawati (2011) yang menyatakan bahwa risiko tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh profitabilitas, IOS, *cash flow*, DER, dan risiko terhadap kebijakan dividen pada perusahaan pengolahan non migas yang terdaftar di BEI dari tahun 2008-2012.

KAJIAN PUSTAKA

Signalling Theory

Signalling theory mengemukakan bahwa manajer selaku perwakilan dari pemegang saham seharusnya menyampaikan sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan kepada pemegang saham ataupun pasar. *Signalling theory* yang berkaitan dengan kebijakan dividen menjelaskan bahwa dividen yang dibayarkan dipakai sebagai sinyal oleh perusahaan. Dividen diyakini mempunyai informasi dan membawa sinyal tentang prospek perusahaan (Husnan, 1994: 387).

Teori Dividen Residual

Menurut teori dividen residual, perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan dibiayai (Hanafi, 2013: 372). Kebijakan dividen residual dengan demikian membayarkan dividen hanya jika ada sisa kas setelah perusahaan mendanai semua usulan investasi yang mempunyai *Net Present Value* (NPV) positif atau hanya kebijakan investasi yang mempengaruhi nilai perusahaan. (Hanafi, 2013: 373-374). Teori tersebut menjelaskan mengapa perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan cepat cenderung jarang membayarkan dividen dan memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih

rendah dibandingkan perusahaan yang pertumbuhannya sudah lambat karena ukurannya sudah besar.

Pecking Order Hypothesis

Pecking order hypothesis menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih dana internal untuk peluang investasi dan untuk mengeluarkan dividen, jika dana internal kurang maka perusahaan memilih utang Zameer *et al.*, (2013). Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya (Andriyani, 2008). Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima.

Kebijakan Dividen

Dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain* (Hanafi, 2013: 361). Kebijakan dividen adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali atau ditahan di dalam perusahaan (Andriyani, 2008). Kebijakan dividen dapat diprosikan dengan nilai DPR yang merupakan persentase laba setelah pajak yang dibagikan kepada pemegang saham yang merupakan perbandingan antara *Dividend Per Share* (DPS) dengan *Earning Per Share* (EPS) (Brigham dan Houston, 2001: 65).

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Hal ini ditunjukkan oleh

laba yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi (Kasmir 2010: 115). Penelitian ini menggunakan *Return on Assets* (ROA) sebagai proksi dari profitabilitas karena dividen merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, akan layak dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan, dan keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak (Prihantoro, 2003).

Investment Opportunity Set

IOS menurut Myers (1997) merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki oleh perusahaan dan pilihan investasi di masa yang akan datang. Penelitian ini menggunakan *Market to Book Value of Equity* (MVE) sebagai proksi dari IOS yang masuk dalam kategori proksi berdasarkan harga karena MVE mencerminkan kinerja pasar perusahaan dengan melihat nilai buku perusahaan, hal tersebut mengindikasikan kesempatan pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang.

Cash Flow

Arus kas didefinisikan sebagai arus masuk kas dan arus keluar kas atau setara kas (IAI, 2009). Arus kas berguna untuk meneliti kecermatan dari taksiran arus kas masa depan yang telah dibuat sebelumnya dan dalam menentukan hubungan antara profitabilitas dan arus kas bersih serta dampak perubahan harga (IAI, 2009). Arus kas pada penelitian ini menggunakan proksi arus kas dari aktivitas operasi karena berdasarkan Pernyataan *Standard Akuntansi Keuangan* (PSAK) No. 2 menyatakan bahwa jumlah arus kas yang berasal

dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan sumber pendanaan dari luar.

Debt to Equity Ratio

DER merupakan rasio yang digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas (Kasmir, 2010:112). Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam dengan pemilik perusahaan. Dengan kata lain rasio ini untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan hutang (Kasmir, 2010:112). DER menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha (Mulyono, 2009).

Risiko

Risiko yang dihadapi perusahaan terdiri dari dua komponen, yakni risiko yang dapat didiversifikasi dan risiko yang tidak dapat didiversifikasi atau tidak dapat dieliminasi. Risiko pasar digunakan sebagai proksi pada penelitian ini karena risiko pasar, di lain pihak berasal dari faktor-faktor yang secara sistematis mempengaruhi sebagian besar perusahaan seperti inflasi, resesi, dan tingkat suku bunga yang tinggi. Karena kebanyakan saham akan dipengaruhi secara negatif oleh faktor-faktor ini, maka risiko pasar tidak dapat dieliminasi oleh diversifikasi (Brigham dan Houston, 2012: 346).

Profitabilitas, IOS, Cash Flow, DER, Risiko, dan Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba (Kasmir 2010: 115). Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi lebih memiliki fleksibilitas dalam keputusan untuk membayar dividen atau tidak membayar dividen. Perusahaan yang mempunyai nilai ROA tinggi dianggap memiliki kemampuan menghasilkan laba yang baik (Wicaksana, 2012). Dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang dibagikan adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban-kewajiban tetapnya yaitu bunga dan pajak. Berdasarkan *signalling theory* dividen dipakai sebagai sinyal oleh perusahaan. Jika prospek perusahaan di masa mendatang baik, pendapatan diharapkan meningkat atau diperoleh pada tingkat dimana dividen yang meningkat tersebut bisa dibayarkan, maka perusahaan akan meningkatkan dividen (Hanafi, 2013: 371-372). Hal tersebut telah dibuktikan oleh beberapa peneliti, diantaranya oleh Amidu dan Abor (2006), Abor dan Bokpin (2010) dan Gill *et al.*, (2010), yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

IOS menurut Myers (1997) merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki oleh perusahaan dan pilihan investasi di masa yang akan datang. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi mengejar rasio pembayaran dividen rendah karena dividen dan investasi mewakili potensi penggunaan sumber daya kas suatu perusahaan. Dengan membayar dividen yang rendah perusahaan tersebut bisa mempertahankan dana yang cukup untuk membiayai pertumbuhan dan investasi dimasa depan Abor dan

Bokpin (2010). Teori dividen residual menjelaskan mengapa perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan cepat cenderung jarang membayarkan dividen dan memiliki rasio pembayaran dividen lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhannya lambat.

Arus kas didefinisikan sebagai arus masuk kas dan arus keluar kas atau setara kas (IAI, 2009). Kebijakan dividen suatu perusahaan bergantung dari kebutuhan kasnya dimasa mendatang. Teori residual dividen, menyatakan bahwa perusahaan hanya membagikan dividen bila terdapat sisa dana kas setelah mendanai semua investasi yang layak. *Cash flow* perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam keputusan dividen. Karena dividen merupakan arus kas keluar, semakin besar posisi kas perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Hal tersebut telah dibuktikan oleh beberapa peneliti, diantaranya oleh Amidu dan Abor (2006) yang menyatakan bahwa *cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

DER merupakan rasio yang digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas (Kasmir, 2010: 112). Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya (Andriyani, 2008). Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk *dividend* yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen. Hal tersebut telah dibuktikan oleh beberapa peneliti, diantaranya oleh Gupta dan Banga (2010) dan Ardestani *et al.*, (2013), yang menyatakan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Risiko merupakan probabilitas

tidak tercapainya tingkat keuntungan yang diharapkan Riyanto (2001: 156). Nilai *beta* suatu perusahaan dipergunakan sebagai indikator untuk mengetahui risiko yang berkaitan dengan pasar. Sehingga bila nilai *beta* suatu perusahaan tinggi (risiko pasar tinggi), maka akan sensitif terhadap perubahan yang terjadi dipasar, sehingga kemungkinan perusahaan mendapatkan dana dari luar untuk membiayai investasinya menjadi semakin sulit, karena investor maupun kreditor akan semakin berhati-hati. Oleh karena itu, perusahaan yang mempunyai risiko tinggi cenderung untuk membayar dividen lebih kecil supaya nanti tidak memotong dividen jika laba yang diperoleh turun. Hal tersebut telah dibuktikan oleh beberapa peneliti, diantaranya oleh Lily *et al.*, (2009), Rahmawati (2011) dan Ardestani *et al.*, (2013) yang menyatakan bahwa risiko berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Hipotesis

Sesuai dengan landasan teori yang dikemukakan maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

- H₁: Terdapat pengaruh positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen.
- H₂: Terdapat pengaruh negatif IOS terhadap kebijakan dividen.
- H₃: Terdapat pengaruh positif *cash flow* terhadap kebijakan dividen.
- H₄: Terdapat pengaruh negatif DER terhadap kebijakan dividen.
- H₅: Terdapat pengaruh negatif risiko terhadap kebijakan dividen.

METODE

Jenis penelitian dalam penelitian ini adalah penelitian kausal kuantitatif. Data yang digunakan

dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berupa laporan keuangan (*financial statement*) utamanya laporan neraca dan laporan laba/rugi, yang bersumber dari BEI, *fact book*, Biro Pusat Statistik (BPS) dan juga *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan pengolahan non migas di BEI yang terdaftar dari tahun 2008-2012. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, sehingga diperoleh sampel sebanyak 23 perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara variabel bebas dan variabel terikat. Variabel terikat dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang merupakan suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali atau ditahan di dalam perusahaan (Andriyani, 2008). Kebijakan dividen pada penelitian ini diprosikan dengan DPR. Nilai DPR, menurut Amidu dan Abor (2006) dapat dihitung dengan cara:

$$DPR = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham (DPS)}}{\text{Earning Per Lembar Saham (EPS)}}$$

Variabel bebas dalam penelitian ini terdiri dari profitabilitas, IOS, *cash flow*, DER, dan risiko. Profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan (Kasmir 2010: 115). Profitabilitas dalam penelitian ini diprosikan dengan ROA. Nilai ROA menurut (Brigham dan Houston, 2012: 148) dapat dihitung dengan cara:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Bunga dan Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

IOS merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki oleh perusahaan dan pilihan investasi dimasa yang akan datang (Myers, 1977). IOS dalam penelitian

diprosikan dengan MVE. Nilai IOS, menurut Myers (1977) dalam Andriyani (2008) dapat dihitung dengan cara:

$$MVE = \frac{\text{Kapitalisasi Pasar (MC)}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Cash flow adalah jumlah aliran kas masuk dan keluar yang dapat dijadikan salah satu indikator dalam kesehatan *financial* perusahaan melalui 3 aktivitas, yaitu aktivitas operasional, aktivitas investasi, dan aktivitas pendanaan. Nilai *cash flow*, dapat dihitung dengan cara:

Cash flow = Arus kas dari aktivitas operasi

DER adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang (Kasmir, 2010: 112). Nilai DER, menurut Mulyono (2009) dapat dihitung dengan cara:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Risiko menurut Riyanto (2001: 156) merupakan probabilitas tidak tercapainya tingkat keuntungan yang diharapkan, atau kemungkinan *return* yang diterima menyimpang dari yang diharapkan. Pada penelitian ini nilai *beta* digunakan sebagai indikator risiko pasar. Nilai *beta* menurut Jogiyanto (2007: 277) dapat dihitung dengan cara:

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$$

Teknik pengumpulan data menggunakan metode dokumentasi dengan karakteristik berupa laporan keuangan utamanya laporan neraca dan laporan laba/rugi, dimana diperoleh melalui BEI, dan juga dokumentasi data statistik BPS. Teknik analisis data menggunakan analisis regresi linier berganda yang sebelumnya dilakukan uji asumsi

klasik. Adapun uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Teknik analisis regresi linear berganda dengan menggunakan program *Statistical Program For Social Science* (SPSS). Setelah memenuhi uji asumsi klasik dilakukan uji signifikansi simultan dan uji signifikansi parsial (Ghozali, 2012:97).

HASIL

Hasil uji normalitas dapat dilihat pada grafik *normal probability plot*, terlihat bahwa pada grafik tersebut titik-titik menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal sehingga model regresi memenuhi asumsi uji normalitas. Hal itu diperkuat dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov (KS), diperoleh nilai KS sebesar 0,235 yang nilainya lebih besar dari 0,05 sehingga disimpulkan bahwa data berdistribusi normal. Hasil uji multikolinieritas menunjukkan nilai *tolerance* lebih dari 0,1 dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) kurang dari 10 sehingga disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinieritas. Hasil uji autokorelasi menggunakan uji *Durbin Watson* dengan nilai *Durbin Watson* sebesar 1,970 yakni nilai berada di $DU < DW < (4-DU)$, $1,7874 < 1,970 < 2,2126$ sehingga dapat diambil keputusan bahwa tidak terdapat gejala autokorelasi. Hasil uji heteroskedastisitas menggunakan *spearman's rho* dimana masing-masing variabel mempunyai nilai signifikansi lebih dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.

Setelah memenuhi uji asumsi klasik kemudian dilakukan analisis regresi linier berganda dengan hasil yang terdapat pada tabel 1 sebagai berikut:

Tabel 1. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Variabel	Nilai Sig. F	Nilai Sig. t	T	(R ²)
Regresi	0,000			.219
Profitabilitas		.000	3.835	
IOS		.935	-.082	
Cash flow		.944	.071	
DER		.534	.623	
Risiko		.408	-.831	

Sumber: Output SPSS, versi 18

Berdasarkan tabel 1 menunjukkan hasil dari uji f yaitu sebesar 0.000 lebih kecil dari 0,05 menunjukkan bahwa secara bersama-sama (simultan) semua variabel independen yaitu profitabilitas, IOS, *cash flow*, DER dan risiko berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Hasil dari uji t menunjukkan variabel profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen dengan nilai sig 0,000 < 0,05. Variabel IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakann dividen dengan nilai signifikasi 0,935 > 0,05. Variabel *cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan nilai signifikasi 0,944 > 0,05. Variabel DER tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan nilai signifikasi 0,534 > 0,05. Serta variabel risiko tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan nilai signifikasi 0,408 > 0,05.

Persamaan regresi yang diperoleh dari hasil penelitian tersebut adalah sebagai berikut:

$$Y = 0,254 + 1,490 X_1 + e$$

Koefisien determinasi (R²) dalam penelitian ini dengan nilai *adjusted R square* sebesar 0,219 atau 21,9%. Hal ini menunjukkan bahwa 21,9% kebijakan dividen dipengaruhi oleh variabel profitabilitas. Sedangkan 78,1% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model.

PEMBAHASAN

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas yang diprosikan oleh ROA berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat diartikan bahwa Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi lebih memiliki fleksibilitas dalam keputusan untuk membayar dividen atau tidak membayar dividen. Namun perusahaan cenderung lebih sering membayar dividen atau dengan kata lain semakin tinggi profitabilitas maka akan semakin besar dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Temuan ini tampaknya memberikan dukungan yang kuat bagi teori *signalling* yang menyatakan bahwa dividen dipakai sebagai sinyal oleh perusahaan. Jika perusahaan merasa bahwa prospek di masa mendatang baik, pendapatan, aliran kas diharapkan meningkat atau diperoleh pada tingkat di mana dividen yang meningkat tersebut bisa dibayarkan, maka perusahaan akan meningkatkan dividen. Pasar akan merespon positif pengumuman kenaikan dividen tersebut (Hanafi, 2013: 371-372). Berdasarkan teori tersebut, dapat ditunjukkan bahwa penghasilan yang tinggi melalui asset yang dimiliki yang tercermin dari nilai ROA menunjukkan pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen. Hasil ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Phrihantoro (2003), Amidu dan Abor (2006), Marpaung dan Hadianto (2009), Abor dan Bokpin (2010) dan Gill *et al.*, (2010).

Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen

Pengujian terhadap variabel IOS yang diukur melalui ratio MVE

yang menggambarkan tingkat kesempatan investasi perusahaan, menunjukkan bahwa variabel IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut dikarenakan sebagian besar perusahaan sampel dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang telah cukup lama beroperasi dan menjalankan bisnisnya, umur rata-rata perusahaan sampel dalam penelitian ini adalah 51,7 tahun. Secara umum perusahaan pada umur tersebut sudah dapat dikategorikan sebagai perusahaan yang mapan dan berada dalam tahap dewasa (*maturity*) sehingga kegiatannya lebih terfokus pada upaya menghasilkan keuntungan dan membagikannya kepada para pemegang sahamnya. Perusahaan pada tahap *maturity* ini telah memiliki banyak cadangan laba untuk diinvestasikan kembali tanpa harus mengurangi proporsi dividen bagi pemegang saham yang sebagian besar juga merupakan pemegang saham pengendali (*managerial shareholder*).

Tidak berpengaruhnya IOS terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa *bird in the hand theory* lebih berlaku dan tidak mendukung *dividend residual theory* yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen daripada *capital gain*. Jika perusahaan lebih memfokuskan pada pertumbuhan perusahaan, maka kebutuhan dana pun akan semakin tinggi yang memaksa manajemen menahan keuntungan dan berdampak pada rendahnya dividen. Hal tersebut disebabkan adanya pertimbangan bahwa pembagian dividen meskipun memiliki efek sebagai penarik investasi, namun pembagian dividen juga dapat memperlemah posisi keuangan periode selanjutnya. Hasil ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh

Sunarto (2004), Yanto dan Prasetyono (2012) yang menyatakan bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Pengujian terhadap variabel *cash flow* menunjukkan bahwa variabel *cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini berarti perusahaan dalam membagikan dividen tidak hanya memperhatikan kondisi arus kas perusahaan saja tetapi juga memperhatikan lingkungan eksternal perusahaan atau dividen yang dibagikan tergantung pada kebijakan perusahaan itu sendiri. Arus kas yang besar belum tentu mencerminkan bahwa perusahaan tersebut juga akan membagikan dividen yang besar. Pada dasarnya kebijakan dividen suatu perusahaan berdasarkan laba yang diperoleh pada saat itu. Ketika perusahaan memiliki kas yang besar, tetapi laba bersih yang dihasilkan perusahaan tidak cukup untuk dibagikan dalam bentuk dividen maka mendorong perusahaan untuk menahan laba.

Peningkatan *cash flow* tidak selalu diikuti dengan naiknya DPR sehingga semakin tinggi *cash flow* menunjukkan bahwa semakin besar jumlah kas yang dihasilkan perusahaan tetapi tidak dipergunakan untuk dibagikan dalam bentuk dividen melainkan lebih mengutamakan membayar hutang-hutang perusahaan dan untuk mengembangkan usahanya. Hasil ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Lily *et al.*, (2009), Gill *et al.*, (2010) dan Najjar dan Belghitar (2012) yang menyatakan bahwa *cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Debt to Equity Ratio* terhadap Kebijakan Dividen

Pengujian terhadap variabel DER yang menggambarkan tingkat hutang perusahaan menunjukkan bahwa variabel DER tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Artinya, ketika hutang perusahaan naik dibanding tahun sebelumnya maka perusahaan akan menanggung beban bunga yang lebih dari tahun sebelumnya. Di dalam laporan laba rugi menunjukkan bahwa beban bunga adalah salah satu pengurang laba perusahaan, sedangkan peningkatan atau penurunan laba yang dihasilkan oleh perusahaan akan sangat berdampak pada kemampuan membayar dividen kepada pemegang saham perusahaan tersebut. Namun pada data di lapangan (laporan laba rugi perusahaan pengolahan non migas) besarnya beban bunga tidak mampu mengurangi laba perusahaan secara signifikan. Dengan kata lain besar kecilnya penggunaan hutang tidak mempengaruhi kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersihnya.

Hal tersebut berarti kebanyakan hutang yang dilakukan oleh perusahaan bersumber dari perusahaan afiliasi, anak perusahaan untuk hutang jangka pendeknya, sedangkan hutang jangka panjang mayoritas berasal dari bank dengan beban bunga yang kecil atau bisa saja dari pemegang saham saat itu, yang telah mengetahui keadaan perusahaan. Selain itu beberapa perusahaan juga memiliki nilai nominal piutang yang besar sehingga besarnya beban bunga yang ditanggung perusahaan tertutup dengan pendapatan bunga yang diperoleh perusahaan dari piutangnya. Sehingga besar kecilnya penggunaan hutang tidak mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, dengan kata lain hutang juga tidak berpengaruh

terhadap dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Hasil ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sunarto (2004) dan Marlina dan Danica (2009) yang menyatakan bahwa DER *ratio* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Risiko terhadap Kebijakan Dividen

Pengujian terhadap variabel risiko menunjukkan bahwa variabel risiko tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Tidak berpengaruhnya risiko pasar terhadap kebijakan dividen menguatkan teori ketidakrelevanan dividen dengan *return* saham. Risiko sistematis (*beta*) adalah risiko yang berkaitan dengan faktor pasar dan ekonomi yang luas, bukan faktor-faktor individual perusahaan. Dengan demikian kebijakan-kebijakan internal perusahaan (seperti jumlah pembayaran dividen) tidak berkorelasi dengan faktor risiko sistematis. Besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibagi adalah merupakan *discretionary policy* yang ada di tangan manajemen, sehingga faktor *beta* bukan merupakan faktor penentu terhadap jumlah dividen yang akan dibagikan oleh manajemen.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Amidu dan Abor (2006) dan Abor dan Bokpin (2010) yang mengungkapkan bahwa dalam kasus pasar negara berkembang, risiko tampaknya tidak memainkan peran dalam menjelaskan keputusan pembayaran dividen perusahaan. Pada pasar negara berkembang (khususnya Indonesia) pemerintah memberikan jaminan tidak langsung terhadap investor asing melalui kebijakan *mangeable floating rate*, sehingga *forex* juga dimungkinkan akan semakin kecil. Sementara *International Monetary Fund* (IMF) memberikan dukungan dengan

menjamin bahwa investasi akan aman bila dilakukan di negara berkembang khususnya Asia Tenggara.

KESIMPULAN

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui faktor apa saja yang mempengaruhi kebijakan dividen. Berdasarkan analisis hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan secara parsial pengujian terhadap variabel profitabilitas menunjukkan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pengujian terhadap variabel IOS menunjukkan bahwa variabel IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Pengujian terhadap variabel *cash flow* menunjukkan bahwa variabel *cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Pengujian terhadap variabel DER menunjukkan bahwa variabel DER tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Pengujian terhadap variabel risiko menunjukkan bahwa variabel risiko tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Bagi investor yang dalam kegiatan investasinya bertujuan untuk berinvestasi jangka panjang pada *asset* saham yang mana *return* yang diharapkan adalah dividen disarankan untuk mempertimbangkan tingkat profitabilitas suatu perusahaan ketika menentukan pada perusahaan mana ia akan berinvestasi sebab dividen yang merupakan salah satu *return* yang dapat diperoleh investor terbukti dipengaruhi oleh variabel profitabilitas.

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang berada pada tahap *maturity* dalam hubungannya dengan pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen. Disarankan pada penelitian

selanjutnya agar menggunakan sampel perusahaan yang relatif baru atau belum berada pada tahap *maturity*. Disarankan pada penelitian selanjutnya agar menggunakan perusahaan yang memiliki beban bunga apabila membahas tentang pengaruh DER terhadap kebijakan dividen. Disarankan bagi penelitian selanjutnya yang akan membahas tentang *cash flow* agar dalam kriteria *purposive sampling* ditambahkan perusahaan yang memiliki arus kas bersih dari aktivitas operasi yang positif untuk setiap tahunnya.

UCAPAN TERIMA KASIH

Keberhasilan penulisan jurnal ilmiah manajemen ini tidak lepas dari bantuan, bimbingan, serta dorongan dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada: Dr. Ulil Hartono, S.E., M.Si selaku dosen pembimbing skripsi dan jurnal ilmiah ini. Selain itu penulis juga mengucapkan terima kasih kepada keluarga dan teman-teman yang selama ini turut membantu menyelesaikan penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J dan Bokpin, Godfred A. 2010. Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy: Evidence from Emerging Markets. *Studies in Economics and Finance* 27 (3): 180-194.
- Amidu, M dan Abor, J. 2006. Determinants of Dividend Payout Ratios In Ghana, *Journal of Risk Finance* 7 (2): 136-145.
- Andriyani, Maria. 2008. Analisis Pengaruh Cash Ratio, Debt to Equity Ratio, Insider Ownership, Investment Opportunity Set (IOS), dan Profitability terhadap Kebijakan

- Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Automotive di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2006). *Tesis dipublikasikan*. Semarang: Pascasarjana UNDIP.
- Ardestani, Hananeh Shahtemoori *et al.*, 2013. Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance & Banking* 3 (1): 123-136.
- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F. 2001. *Manajemen Keuangan*. Buku 2, Edisi Kedelapan. Terjemahan oleh Herman Wibowo. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku 1, Edisi 11. Terjemahan oleh Ali Akbar Yulianto, Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, Imam. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Gill, Amarjit *et al.*, 2010. Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal* 3: 8-14.
- Gupta, Amitabh dan Banga, Charu. 2010. The Determinants of Corporate Dividend Policy. *The Journal of IIM Calcutta* 37 (2): 63-78.
- Hanafi, Mamduh M. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi 1. Yogyakarta: BPFE.
- Horne, Van James C dan Wachowicz, John M. 2010. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Buku 2, Edisi 12. Jakarta: Salemba Empat.
- Husnan, Suad. 1994. *Manajemen Keuangan Teori dan Penetapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Buku 1, Edisi Ketiga. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2009. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Dewan Standar Akuntansi Keuangan.
- Jogiyanto. 2007. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2007. Yogyakarta: BPFE.
- Kasmir. 2010. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Jakarta: Kencana.
- Lily, Jaratin *et al.*, 2009. Determinant of Dividend Payout in Thailand. *UBU Journal* 9: 73-81.
- Marlina, Lisa dan Clara, Danica. 2009. Analisis Pengaruh Cash Position, Debt to Equity Ratio, dan Return On Assets terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Manajemen Bisnis* 2 (1): 1-18.
- Marpaung, Indrawati., dan Hadianto, Bram. 2009. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiric pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di BEI). *Jurnal Akuntansi* 1 (1): 70-84.
- Mulyono, Budi. 2009. Pengaruh Debt to Equity Ratio, Insider Ownership, Size dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen (Studi pada Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2007). *Tesis dipublikasikan*. Semarang: Pascasarjana UNDIP.
- Myers. 1977. Corporate Borrowing. *Journal of Finance Economics* 5: 147-175.
- Najjar, Al. dan Belghitar, Yacine. 2012. The Information Content of Cash Flows in the Context of Dividend Smoothing. *Economic Issue* 17 (2): 57-70.
- Prihartono. 2003. Estimasi Pengaruh Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* 1 (8): 7-14.

- Rahmawati, Tri Ch. 2011. Pengaruh Insider Ownership, Institutional Ownership, Dispersion of Ownership, Tingkat Pertumbuhan Perusahaan, dan Risiko Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2006. *Widya Warta* (1): 1-18.
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE.
- Sunarto. 2004. Analisis Kepemilikan Manajerial, Investment Opportunity Set, Return on Assets dan Debt to Equity Ratio (Studi Kasus pada Saham LQ45 di BEJ). *Tesis dipublikasikan*. Semarang: Pascasarjana UNDIP.
- Wicaksana, I Made. 2012. Pengaruh *Cash Ratio*, *Debt to Equity Ratio*, dan *Return on Asset* Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis dipublikasikan*. Bali: Pascasarjana UNUD.
- Yanto dan Prasetyono. 2012. Analisis Perbedaan Kebijakan Pendanaan dan Dividen antara Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh pada Bursa Efek Indonesia dengan Pendekatan Asosiasi Proksi Investment Opportunity Set. *Tesis dipublikasikan*, Semarang: Pascasarjana UNDIP.
- Zameer, Hashim *et al.*,. 2013. Determinants of Dividend Policy: A Case of Banking Sector in Pakistan. *Middle-East Journal of Scientific Research* 28 (3): 410-424.