

PENGARUH PROFITABILITAS DAN KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN MELALUI LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI

Rika Widyawati
Universitas Negeri Malang
rika.widyawati17@gmail.com

Abstract: This study aims to determine the direct effect of profitability and investment opportunity set toward dividend policy and indirect effect of profitability and investment opportunity set toward dividend policy through liquidity as moderating variable. This research is an explanatory research. The data collection was done by using documentation in the form of annual financial statements at registered company listed on Indeks Kompas 100 period 2010-2012. This study uses path analysis. The results of hypothesis testing showed that: (1) Profitability had no effect on dividend policy, (2) Profitability had a positive effect on dividend policy through liquidity as moderating variable, (3) Investment opportunity set had no effect on dividend policy, (4) Investment opportunity set had a positive effect on dividend policy through liquidity as moderating variable. This study has limitations that the company who searched had a good liquidity, good fundamental and financial so the company pay high dividend although had low profitability. Therefore, further studies are expected to be able to add other variables that may affect the dividend policy.

Keywords: Profitabilitas, Investment Opportunity Set, Dividend Policy, Liquidity

Pendahuluan

Manajer keuangan diharuskan dapat membuat keputusan yang bijaksana terhadap pengelolaan laba yang telah dihasilkan oleh perusahaan. Perusahaan yang memiliki tingkat akumulasi laba bersih yang baik, dari satu periode ke periode berikutnya, biasanya memiliki potensi untuk dapat membagikan sebagian dari laba bersih tersebut kepada pemegang saham. Manajer harus memutuskan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk membiayai kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Distribusi laba bersih kepada pemegang saham ini dilakukan dalam bentuk dividen. Umumnya dividen yang diberikan adalah berupa uang kas atau saham biasa. Dividen merupakan salah satu daya tarik yang membuat investor mau menginvestasikan uangnya ke dalam saham perseroan. Kelompok investor tertentu lebih menyukai bila perusahaan setiap tahunnya dapat membayarkan dividen sehingga diperlukan kebijakan

dividen untuk menentukan apakah dividen akan dibagikan dan seberapa besar dividen yang akan dibagikan kepada investor.

Menurut Brigham dan Houston (2009:125) kebijakan dividen menentukan pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali perusahaan. Laba ditahan (*retained earnings*) merupakan salah satu sumber dana paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, tetapi dividen merupakan arus kas yang disisihkan untuk pemegang saham. Pengukuran kebijakan dividen dapat dilakukan dengan melihat *dividend payout ratio* dan *dividend yield*. Penggunaan *dividend payout ratio* dalam penelitian ini dikarenakan *dividend payout ratio* merupakan rasio keuangan yang lebih sering digunakan investor untuk mengetahui hasil investasinya dan penggunaannya yang lebih sederhana dibandingkan *dividend yield*. *Dividend payout ratio* merupakan rasio hasil perbandingan antara dividen dengan laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa.

Weston dan Copeland (2010:127), menjelaskan faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah posisi likuiditas, kebutuhan pelunasan hutang, pembatasan dalam perjanjian hutang, tingkat ekspansi aktiva, tingkat laba, stabilitas laba, peluang ke pasar modal, kendali perusahaan, dan posisi pemegang saham sebagai pembayar pajak, sedangkan menurut Lawrence (2003 : 566), faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah profitabilitas, kesempatan investasi perusahaan, peraturan perpajakan, kebutuhan likuiditas, serta pertimbangan biaya perusahaan dan pemegang saham. Berdasarkan kedua pendapat tersebut yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen adalah aturan hukum, profitabilitas, likuiditas, pajak, hutang dan kesempatan investasi. Dalam penelitian ini menggunakan profitabilitas, kesempatan investasi dan likuiditas untuk mengetahui pengaruhnya terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam membayar dividen (Brigham dan Houston, 2006:108).

Bagi pimpinan perusahaan profitabilitas dapat dijadikan sebagai tolak ukur untuk mengetahui keberhasilan dari perusahaan yang dipimpinnya, sedangkan bagi investor profitabilitas dapat dijadikan sebagai sinyal dalam melakukan investasi pada suatu perusahaan. Hal ini berdasarkan *signaling theory* (Brigham & Houston, 2006:76), teori signaling adalah teori yang menyatakan

bahwa investor akan memandang perubahan dividen sebagai suatu sinyal peramalan laba oleh manajemen. Berdasarkan teori *signaling*, dividen memiliki pengaruh terhadap harga saham karena memberikan informasi atau sinyal mengenai profitabilitas perusahaan sehingga perusahaan yang memiliki berita bagus mengenai profitabilitas masa depannya akan berkeinginan untuk memberitahukan hal ini kepada investor (Van Horne dan Machowicz, 2007:276). Dengan demikian profitabilitas sangat diperlukan perusahaan bila hendak membayar dividen karena profitabilitas memengaruhi jumlah dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan.

Menurut Murhadi (2013:64) profitabilitas perusahaan dapat diukur dengan menggunakan beberapa rasio keuangan yaitu *Net Profit Margin (NPM)*, *Return On Equity (ROE)* *Return On Asset (ROA)*. Dalam penelitian ini menggunakan ROA karena ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan. Rasio *return on asset* digunakan oleh manajemen perusahaan untuk mengukur efektivitas dari keseluruhan operasi perusahaan dalam menggunakan aktiva untuk memperoleh pendapatan. Pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan ROA merupakan pengukuran yang komprehensif dimana seluruhnya mempengaruhi laporan keuangan yang tercermin dalam rasio ini. Laporan keuangan yang dimaksud adalah laporan laba rugi dan neraca.

Faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen berikutnya adalah kesempatan investasi. Perusahaan yang sukses dalam memperoleh laba maka laba tersebut dapat diinvestasikan kembali ke dalam aktiva-aktiva operasi, digunakan untuk membeli sekuritas, melunasi hutang atau didistribusikan kepada pemegang saham. Jika sebuah perusahaan memiliki sejumlah besar peluang investasi yang menguntungkan, hal ini cenderung akan menghasilkan sasaran rasio pembayaran yang rendah, dan begitu pula sebaliknya jika hanya terdapat sedikit peluang investasi perusahaan yang menguntungkan maka sasaran rasio pembayarannya tinggi (Brigham & Houston, 2006:95). Sasaran rasio pembayaran dinyatakan sebagai presentase dari laba bersih yang akan dibayarkan sebagai dividen tunai. Menurut Brigham dan Houston (2011:221) selama satu tahun mungkin perusahaan membayarkan nol dividen karena perusahaan membutuhkan uang untuk mendanai peluang investasi yang baik tetapi pada tahun berikutnya perusahaan mungkin membayarkan dividen dalam jumlah besar karena peluang investasi yang buruk dan tidak perlu menahan banyak utang. *Investment opportunity set* merupakan nilai kesempatan investasi dan merupakan pilihan untuk membuat investasi di masa yang akan datang. *Investment opportunity set* ini berkaitan dengan peluang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang.

Set kesempatan investasi atau IOS (*Investment Opportunity Set*) muncul setelah dikemukakan Myers (1997) yang memandang nilai perusahaan sebagai sebuah kombinasi *assets in place* (aset yang dimiliki) dengan *investment option* (pilihan investasi) pada masa depan. Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa mendatang. Menurut Subekti dan Kusuma (2002:822) mengklasifikasi nilai IOS menjadi tiga kelompok yaitu proksi berdasarkan harga, investasi dan varian. Pada penelitian ini, CAPBVA digunakan sebagai proksi dari kesempatan investasi karena rasio ini merupakan proksi berdasarkan investasi. Proksi ini digunakan untuk melihat besarnya aliran tambahan modal saham perusahaan. Dengan tambahan modal saham ini perusahaan dapat memanfaatkannya untuk tambahan investasi aktiva produktifnya, sehingga berpotensi sebagai perusahaan bertumbuh. Para investor dapat melihat berapa besar aliran modal tambahan suatu perusahaan dengan membagi *capital expenditure* dan total aset. Proksi ini juga menjelaskan kombinasi aset yang dimiliki perusahaan (*asset in place*) dengan kesempatan investasi yang dimilikinya. Semakin besar aliran tambahan modal saham, semakin besar kemampuan perusahaan untuk memanfaatkannya sebagai tambahan investasi, sehingga perusahaan tersebut mempunyai kesempatan untuk dapat bertumbuh.

Penelitian mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen telah banyak dilakukan, namun masih menghasilkan berbagai kesimpulan beragam. Berdasarkan penelitian terdahulu yang masih menghasilkan berbagai kesimpulan beragam maka perlu dilakukan penelitian kembali. Kelebihan penelitian ini dibandingkan dengan penelitian terdahulu yaitu penelitian ini pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi. Variabel moderasi/moderator adalah variabel yang fungsinya mempengaruhi hubungan langsung antara variabel bebas dengan variabel terikat. Pengaruh itu dapat memperkuat dan/atau memperlemah hubungan antara variabel bebas dan variabel terikat (Sanusi, 2011:50). Likuiditas digunakan sebagai variabel moderasi karena likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak keputusan dividen karena dividen menunjukkan arus kas keluar, semakin besar posisi kas dan semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang bertumbuh dan menguntungkan mungkin saja tidak likuid karena dananya digunakan untuk aktiva tetap dan modal kerja permanen.

Pengukuran likuiditas perusahaan dapat menggunakan banyak rasio, salah satunya adalah *cash ratio*. Menurut Wild, dkk (2005:4) kas aktiva yang paling likuid serta menawarkan likuiditas dan fleksibilitas bagi perusahaan.

Likuiditas dari suatu perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Menurut Sudarsih (2002), perusahaan yang memiliki posisi kas yang lebih kuat maka akan semakin besar kemampuannya untuk membayar dividen, selain itu untuk menentukan apakah perusahaan mampu membayarkan dividen akan tergantung juga pada posisi likuiditas, karena dari kas yang ada di perusahaanlah dapat diketahui apakah perusahaan benar-benar memiliki dana untuk memenuhi kewajiban-kewajibannya termasuk juga untuk membayarkan dividen. Hal ini disebabkan karena seringkali keuntungan yang diperoleh perusahaan sudah diinvestasikan ke dalam aktiva-aktiva yang dibutuhkan sehingga tingkat likuiditas perusahaan menjadi rendah. Likuiditas digunakan sebagai variabel moderating dengan dasar pemikiran, bahwa perusahaan yang berhasil memperoleh keuntungan besar cenderung akan memberikan porsi pembayaran dividen yang cukup besar. Pada perusahaan yang memiliki likuiditas yang lebih baik akan mampu membayar dividen lebih banyak. Perusahaan yang membukukan keuntungan lebih tinggi (profitabilitas tinggi), ditambah likuiditas yang lebih baik, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan baik, sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut.

Menurut Lawrence (2003:566) pembiayaan investasi dari laba yang diperoleh (*internal financing*) lebih diutamakan daripada membayar dividen dan membiayai investasi dengan mengeluarkan saham atau obligasi karena pemegang saham lebih menginginkan *capital gain* daripada pendapatan dividen. Selain itu, peningkatan modal eksternal melibatkan biaya transaksi yang dapat dihindari dengan menggunakan dana internal dan operasi. Suatu perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi karena adanya kas dalam jumlah yang besar berarti tingkat perputaran kas tersebut rendah dan mencerminkan adanya *overinvestment* dalam kas dan berarti pula bahwa perusahaan kurang efektif dalam mengelola kas. *Overinvestment* dalam kas dapat digunakan perusahaan untuk melakukan investasi yang dapat menghasilkan NPV positif. Likuiditas yang tinggi memberikan peluang untuk investasi yang semakin besar sehingga diharapkan dapat meningkatkan keuntungan perusahaan sehingga perusahaan dapat tetap membayarkan dividen.

Penelitian ini menggunakan perusahaan yang masuk dalam daftar indeks Kompas 100. Indeks Kompas 100 adalah suatu indeks saham dari 100 saham perusahaan publik yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Indeks Kompas 100 secara resmi diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia bekerjasama dengan Koran Kompas pada tanggal 10 Agustus 2007. Saham-saham yang terpilih untuk dimasukkan dalam indeks Kompas 100 ini selain memiliki likuiditas yang tinggi

serta nilai kapitalisasi pasar yang besar, juga merupakan saham-saham yang memiliki fundamental dan kinerja yang baik.

Peneliti tertarik melakukan penelitian pada perusahaan yang termasuk indeks Kompas 100 karena memiliki kinerja yang baik dan memiliki likuiditas tinggi yang merupakan salah satu faktor berpengaruh dalam kebijakan dividen. Saham-saham yang termasuk dalam Kompas100 diperkirakan mewakili sekitar 70-80% dari total Rp 1.582 triliun nilai kapitalisasi pasar seluruh saham yang tercatat di BEI, maka dengan demikian [investor](#) bisa melihat kecenderungan arah pergerakan indeks dengan mengamati pergerakan indeks Kompas100.

Landasan Teori

Signalling Theory

Informasi merupakan suatu unsur yang penting bagi investor dan pelaku bisnis yang lain karena informasi menyajikan keterangan atau penjelasan mengenai kondisi perusahaan pada saat ini maupun periode yang akan datang. Pembayaran dividen oleh perusahaan mengandung informasi yang dapat dilihat dari sisi investor dan sisi manajer perusahaan. Manajer perusahaan lebih mengetahui keadaan perusahaan dan kelanjutannya (*going concern*) sementara investor kurang mengetahui keadaan perusahaan. Laporan keuangan yang dipublikasikan perusahaan tidak banyak memberikan informasi mengenai perusahaan. Salah satu tindakan perusahaan yang banyak memberikan informasi mengenai investor adalah pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan. Perusahaan tidak mungkin akan membayar dividen bila kinerja dan kondisi keuangan perusahaan berada pada posisi yang tidak baik. Pembayaran dividen merupakan sumber informasi bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang sangat baik bahkan investor memandang pemberian dividen merupakan kinerja perusahaan yang baik dan adanya kelebihan dana. Pada sisi lain, manajer perusahaan membuat keputusan bahwa pemberian dividen dikarenakan tidak ditemukannya investasi yang optimal sesuai dengan Teori Miller dan Modigliani, dimana nilai perusahaan meningkat karena pilihan investasi yang optimal, artinya perusahaan memberikan dividen kepada investor agar dana tersebut dikelola untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang lebih baik bila tetap hanya di perusahaan.

Menurut Brigham & Houston (2006:40) *signalling theory*, adalah suatu keadaan dimana manajemen perusahaan akan memberikan petunjuk kepada para investor mengenai bagaimana cara pandang manajemen terhadap prospek perusahaan. Pengumuman dividen sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan di masa kini dan masa yang akan datang adalah cara yang tepat meskipun mahal tetapi sangat berarti. Setelah menerima isyarat melalui pengumuman dividen maka pasar akan bereaksi

terhadap pengumuman perubahan dividen yang dibayarkan sehingga bisa dikatakan pasar menangkap informasi tentang prospek perusahaan yang terkandung dalam pengumuman tersebut.

a) Pengertian Profitabilitas

Profitabilitas merupakan faktor yang seharusnya mendapat perhatian penting karena untuk dapat melangsungkan hidupnya, suatu perusahaan harus berada dalam keadaan yang menguntungkan (*profitable*). Tanpa adanya keuntungan (*profit*), akan sulit bagi perusahaan untuk menarik modal dari luar. Gibson (2001:303) mengartikan profitabilitas sebagai kemampuan suatu perusahaan untuk meningkatkan laba perusahaan, profitabilitas ini diukur dengan membandingkan laba yang diperoleh perusahaan dengan sejumlah perkiraan yang menjadi tolak ukur keberhasilan perusahaan seperti aktiva perusahaan, penjualan, dan investasi sehingga dapat diketahui efektivitas pengelolaan keuangan dan aktiva oleh perusahaan.

Rasio profitabilitas dapat dilakukan dengan menggunakan perbandingan antara berbagai komponen yang ada di dalam laporan keuangan, terutama laporan keuangan neraca dan laporan laba rugi. Menurut Murhadi (2013:63), ada beberapa rasio yang biasanya dilakukan untuk mengukur kinerja profitabilitas, yaitu:

- a. *Gross Profit Margin* (GPM) menggambarkan presentase laba kotor yang dihasilkan oleh setiap perusahaan
- b. *Operating Income Margin*, mencerminkan kemampuan manajemen mengubah aktivitasnya menjadi laba
- c. *Net profit margin* (NPM) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba neto dari hasil penjualannya
- d. *Return on equity* (ROE) mencerminkan seberapa besar return yang dihasilkan bagi pemegang saham atas setiap rupiah uang yang ditanamkan
- e. *Return on Asset* (ROA) mencerminkan seberapa besar return yang dihasilkan atas setiap rupiah yang ditanamkan dalam bentuk aset

Dalam penelitian ini hanya digunakan *Return on Asset* (ROA). *Return on Asset* merupakan rasio antara saldo laba bersih setelah pajak dengan jumlah aset perusahaan secara keseluruhan.

b) Pengertian *Return On Asset* (ROA)

Rasio ROA ini sering digunakan manajemen untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan dan menilai kinerja operasional dan memanfaatkan sumberdaya yang dimiliki perusahaan, disamping perlu mempertimbangkan masalah pembiayaan terhadap aktivitas tersebut. Menurut Munawir (2002:269),

Return On Asset merefleksikan seberapa banyak perusahaan telah memperoleh hasil atas sumber daya keuangan yang ditanamkan oleh perusahaan. Semakin tinggi ROA maka semakin baik kinerja perusahaan tersebut.

Menurut Prastowo (2002:86) rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aktivitya untuk memperoleh laba. Rasio ini mengukur tingkat kembalian investasi yang telah dilakukan perusahaan dengan menggunakan seluruh dananya atau dengan kata lain ROA adalah alat yang digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen perusahaan dalam menghasilkan *income* dari pengelolaan aset yang dimiliki. Pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan ROA menunjukkan kemampuan atas modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva yang dimiliki untuk menghasilkan laba. ROA adalah rasio keuntungan bersih setelah pajak untuk menilai seberapa besar tingkat pengembalian dari aset yang dimiliki oleh perusahaan.

Asset atau aktiva yang di maksud dalam pengukuran ROA ini adalah keseluruhan harta perusahaan, yang diperoleh dari modal sendiri maupun dari modal asing yang telah diubah perusahaan menjadi aktiva-aktiva perusahaan yang digunakan untuk kelangsungan hidup perusahaan. Batasan aktiva yang digunakan dalam perhitungan ROA adalah aktiva lancar, dan aktiva tidak lancar. Aktiva tidak lancar dibagi menjadi aktiva investasi jangka panjang, aktiva tetap, aktiva tidak berwujud, dan aktiva lain-lain. Aktiva lain-lain tidak digunakan untuk mengukur ROA karena aktiva lain-lain tidak digunakan dalam kegiatan operasi perusahaan, yang termasuk aktiva lain-lain misalnya bangunan yang belum digunakan, kendaraan yang sudah tidak terpakai, tanah yang belum digunakan, mesin yang tidak dipakai dalam operasi.

Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set*)

Kesempatan investasi suatu perusahaan merupakan sesuatu yang melekat dan bersifat tidak dapat diobservasi. Myers (1977) dalam Hasnawati (2005) menyatakan bahwa kesempatan investasi merupakan kombinasi antara aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan NPV positif. Gabungan aset milik perusahaan (*assets in place*) dengan kesempatan investasi akan berpengaruh pada struktur modal. Gaver dan Gaver (1993) menyatakan bahwa kesempatan investasi merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang dalam hal ini pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar.

Investment Opportunity Set (IOS) bersifat tidak dapat diobservasi, sehingga perlu dipilih suatu proksi yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan, misalnya variabel pertumbuhan, variabel kebijakan dan lain-

lain. Kallapur dan Trombley (2011:16) menyatakan bahwa proksi-proksiIOS dapat digolongkan menjadi 3 jenis, yaitu:

1. Proksi IOS berdasarkan harga (*price-based proxies*)

Merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga saham dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relative lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*). IOS yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Proksi IOS berdasar harga (*price-based proxies*) yaitu *Market to book value of equity* (MVEBVE), *Tobins' Q*, *Ratio firm value to depreciation expense*, *Ratio firm value to book value of property, plant, and equipment*

2. Proksi IOS berdasarkan investasi (*investment-based proxies*)

Merupakan proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Proksi IOS berdasarkan investasi yaitu *capital expenditure to book value asset* (CAPBVA), *capital expenditure to market value of asset* (CAPMVA),

Rasio *investment to net sales* (IONS)

3. Proksi IOS berdasarkan pada varian (*variance measures*).

Merupakan proksi yang mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh seperti *variabilitas return* yang mendasari peningkatan aset. Proksi IOS berdasarkan pada varian yaitu VARRET (*variance of total return*) dan market model Beta.

Pada penelitian ini, CAPBVA digunakan sebagai proksi dari kesempatan investasi karena rasio ini merupakan proksi berdasarkan investasi. Proksi ini digunakan untuk melihat besarnya aliran tambahan modal saham perusahaan. Dengan tambahan modal saham ini perusahaan dapat memanfaatkannya untuk tambahan investasi aktiva produktifnya, sehingga berpotensi sebagai perusahaan bertumbuh. Para investor dapat melihat berapa besar aliran modal tambahan suatu perusahaan dengan membagi *capital expenditure* dan total aset. Proksi ini juga menjelaskan kombinasi aset yang dimiliki perusahaan (*asset in place*) dengan kesempatan investasi yang dimilikinya. Semakin besar aliran tambahan modal saham, semakin besar kemampuan perusahaan untuk memanfaatkannya sebagai tambahan investasi, sehingga perusahaan tersebut mempunyai kesempatan untuk dapat bertumbuh.

4. Likuiditas

Aset yang paling likuid perusahaan adalah kepemilikannya atas kas dan sekuritas. Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban *financial* jangka pendek tepat pada waktunya, yang diukur dengan menggunakan kas. Kas yang dimiliki oleh perusahaan yang dikelola dengan baik ditunjukkan sebagai cadangan pencegah terjadinya ketidakseimbangan kas pada jangka pendek (Wild, dkk, 2005:189). *Cash ratio* merupakan salah satu ukuran dari rasio likuiditas (*liquidity ratio*) yang merupakan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya (*current liability*) melalui sejumlah kas (dan setara kas, seperti giro atau simpanan lain di bank yang dapat ditarik setiap saat) yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi *cash ratio* menunjukkan kemampuan kas perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya.

Likuiditas digunakan sebagai variabel moderating yaitu variabel yang dapat memperkuat atau memperlemah variabel independen terhadap variabel dependen. Dengan dasar pemikiran, bahwa perusahaan yang berhasil memperoleh keuntungan besar cenderung akan memberikan porsi pembayaran dividen yang cukup besar. Pada perusahaan yang memiliki likuiditas yang lebih baik akan mampu membayar dividen lebih banyak. Perusahaan yang membukukan keuntungan lebih tinggi (profitabilitas tinggi), ditambah likuiditas yang lebih baik, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan baik, sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut.

Suatu perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi karena adanya kas dalam jumlah yang besar berarti tingkat perputaran kas tersebut rendah dan mencerminkan adanya *overinvestment* dalam kas dan berarti pula bahwa perusahaan kurang efektif dalam mengelola kas. Jumlah kas yang relatif kecil akan diperoleh tingkat perputaran kas yang tinggi dan keuntungan yang diperoleh akan lebih besar. *Overinvestment* dalam kas dapat digunakan perusahaan untuk melakukan investasi yang dapat menghasilkan NPV positif. Likuiditas yang tinggi memberikan peluang untuk investasi yang semakin besar sehingga diharapkan dapat meningkatkan keuntungan perusahaan. Keuntungan perusahaan yang besar memberikan sinyal bahwa perusahaan dapat membayar dividen lebih tinggi. Hal tersebut menunjukkan bahwa dengan adanya likuiditas yang tinggi dapat memperkuat pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen.

5. Kebijakan Dividen

Pada dasarnya kebijakan dividen adalah kebijakan yang dibuat perusahaan dalam menentukan berapa banyak dari laba yang harus dibagikan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditahan kembali dalam

perusahaan sebagai saldo laba. Brigham dan Houston (2009:125) kebijakan dividen menentukan pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali perusahaan. Menurut Dermawan (2002:305) penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan merupakan kebijakan dividen dari pimpinan perusahaan.

Menurut Brigham & Houston (2006:69) kebijakan dividen optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertambahan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham perusahaan. Presentase laba yang dibayarkan sebagai dividen akan berfluktuasi dari satu periode ke periode lainnya seiring dengan jumlah peluang yang diterima perusahaan. Dengan dibayarkannya dividen maka diharapkan perusahaan tersebut akan memiliki nilai yang tinggi di mata investor. Selain itu dengan pembayaran dividen yang terus menerus, perusahaan mampu menghadapi gejolak perekonomian dan mampu memberikan hasil kepada para pemegang saham.

Beberapa teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen dan asumsi-asumsi

yang mendasari antara lain:

1. Teori Irelevansi Dividen

Miller dan Modigliani (MM) berpendapat bahwa nilai dari sebuah perusahaan akan tergantung hanya pada laba yang diproduksi oleh aktiva-aktivasnya, bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi dividen dan saldo laba ditahan. Nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasar untuk menghasilkan laba dari risiko bisnisnya. Dengan asumsi bahwa tidak adanya pajak dan biaya pialang.

2. Teori *bird in the hand*

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa, biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika *Dividen Payout Ratio* (DPR) rendah karena investor lebih suka menerima dividen di banding *capital gain* karena *yield* lebih pasti. Menurut MM pendapat Gordon dan Lintner merupakan suatu kesalahan, karena akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang akan diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

3. Teori perbedaan pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenger dan Ramaswamy, karena adanya pajak terhadap dividen dan *capital gain*, maka para investor lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak.

4. Teori efek pelanggan (*clientele effect*)

Kelompok pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham

yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai suatu Dividen Payout Ratio (DPR) yang tinggi. Jika ada perbedaan pajak bagi individu yang dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Dengan demikian, maka kelompok pemegang saham yang dikenakan pajak lebih tinggi menyukai *capital gain*.

6. Teori keagenan

Dalam teori keagenan (*agency theory*) menurut Robert, dkk (2005), hubungan agensi ada ketika salah satu pihak (*principal*) menyewa pihak lain (agen) untuk melaksanakan suatu jasa, dan dalam melakukan hal itu, mendelegasikan wewenang untuk membuat keputusan kepada agen tersebut. Dalam suatu korporasi, pemegang saham merupakan *principal* dan CEO (*Chief Executive Officer*) adalah agen mereka. Konflik yang terjadi karena manusia adalah makhluk ekonomi yang mempunyai sifat dasar mementingkan kepentingan diri sendiri. Pemegang saham dan manajer memiliki tujuan yang berbeda dan masing-masing menginginkan tujuan mereka terpenuhi. Akibat yang terjadi adalah munculnya konflik kepentingan. Pemegang saham menginginkan pengembalian yang lebih besar dan secepat-cepatnya atas investasi yang mereka tanamkan sedangkan manajermen menginginkan kepentingannya di akomodasi dengan pemberian kompensasi atau insentif yang sebesar-besarnya atas kinerjanya dalam menjalankan perusahaan.

Metode Penelitian

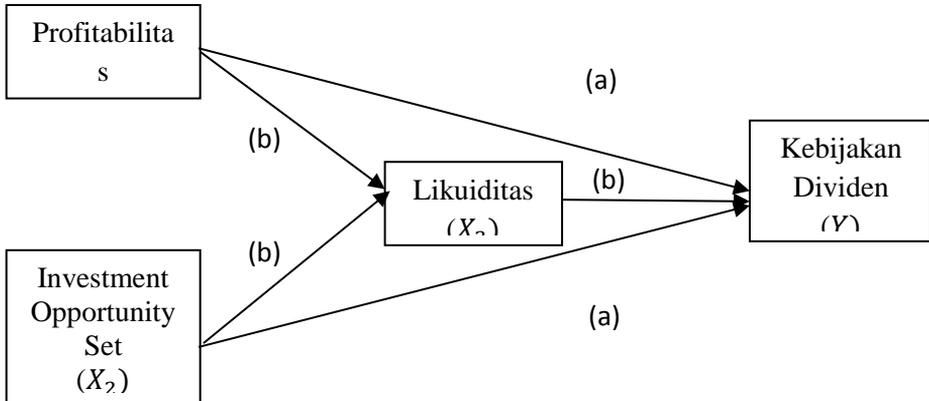
Jenis penelitian ini ditinjau dari jenis data yang digunakan adalah penelitian kuantitatif. Berdasarkan latar belakang masalah dan rumusan masalah yang diterangkan diatas, penelitian ini termasuk jenis penelitian *explanatory research*. *Explanatory research* merupakan penelitian yang menjelaskan hubungan kausal antara variabel- variabel penelitian melalui suatu pengujian hipotesis tertentu, sehingga dalam perhitungannya menggunakan statistik inferensial.

Mengacu pada hipotesis yang diajukan, maka variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini dikelompokkan menjadi tiga (3) komponen, yaitu:

1. Variabel independen atau variabel bebas merupakan variabel- variabel yang secara independen berpengaruh pada variabel dependen atau variabel terikat (Y). Variabel independen dalam penelitian ini adalah *profitabilitas dan kesempatan investasi (investment opportunity set)*.
2. Variabel moderator/mediator adalah setiap variabel yang fungsinya memperkuat atau melemahkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini, variabel moderatornya adalah likuiditas

3. Variabel dependen yaitu variabel yang mendapat pengaruh dari variabel lain. Variabel dependen yang digunakan yaitu kebijakan dividen.

Di dalam analisis *path* terhadap pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung, dan pengaruh total. Koefisien pengaruh tidak langsung adalah (a)x(b), dan pengaruh langsungnya adalah (a).



Keterangan:

X₁ = Profitabilitas

X₂ = Kesempatan investasi / Investment Opportunity Set

X₃ = Likuiditas

Y = Kebijakan dividen

a, b = Pengaruh langsung

axb = Pengaruh tidak langsung

Berdasarkan model pada rancangan penelitian, maka dapat dinyatakan dalam sistem persamaan. Adapun sistem persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$X_3 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + Pe_1 \quad (\text{sebagai persamaan substruktur 1})$$

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + Pe_2 \quad (\text{sebagai persamaan substruktur 2})$$

Keterangan:

X₁ = profitabilitas

X₂ = kesempatan investasi/investment opportunity set

X₃ = likuiditas

Y = kebijakan dividen

Pe= pengaruh *error*

Populasi dan Sampel

1. Populasi

Populasi penelitian ini menggunakan perusahaan yang termasuk dalam daftar indeks Kompas 100. Indeks Kompas 100 adalah suatu indeks saham dari 100 saham perusahaan publik yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Indeks Kompas 100 secara resmi diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia bekerjasama dengan Koran Kompas pada tanggal 10 Agustus 2007. Saham-saham yang terpilih untuk dimasukkan dalam indeks Kompas 100 ini selain memiliki likuiditas yang tinggi serta nilai kapitalisasi pasar yang besar juga merupakan saham-saham yang memiliki fundamental dan kinerja yang baik

Kriteria pemilihan saham indeks Kompas 100 menurut sumber www.sahamok.com adalah:

1. Telah tercatat di BEI minimal 3 bulan
2. Dipilih 150 saham berdasarkan nilai transaksi di pasar reguler
3. Dari 150 saham yang terpilih tersebut, 60 saham dengan nilai transaksi terbesar secara otomatis akan masuk dalam perhitungan indeks Kompas 100
4. Untuk mendapatkan 40 saham dipilih dengan menggunakan kriteria hari transaksi di pasar reguler, frekuensi transaksi di pasar reguler dan kapitalisasi pasar. Metode pemilihan 40 saham tersebut adalah:
 - a. Dari 90 saham yang tersisa setelah terpilih 60 saham sebelumnya, dipilih 75 saham berdasarkan hari transaksi di pasar reguler
 - b. Dari 75 saham tersebut akan dipilih 60 saham berdasarkan frekuensi transaksi di pasar reguler
 - c. Dari 60 saham tersebut akan dipilih 40 saham berdasarkan kapitalisasi pasar sehingga akan di dapat 100 saham
5. Sebagai langkah terakhir dalam penyusunan daftar saham-saham ini BEI mempertimbangkan faktor fundamental perusahaan dan pola perusahaan.

2. Sampel

Sampel pada penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam daftar saham indeks Kompas 100 tahun 2010-2012 dan perusahaan yang listing di BEI periode tahun 2010-2012 karena pada tahun ini jumlah sampel perusahaan yang membagikan dividen mencukupi untuk dilaksanakan penelitian. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* atau sampel bertujuan, dimana pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Berikut adalah kriteria yang digunakan dalam penelitian ini:

- a) Perusahaan yang termasuk dalam daftar indeks Kompas 100

- b) Perusahaan yang masuk dalam daftar indeks Kompas tahun 2010-2012 secara berturut-turut
- c) Perusahaan yang membagikan dividen selama tiga tahun berturut-turut selama periode 2010-2012

Tabel 3. Proses Pemilihan Sampel

No	Populasi	Jumlah
	Perusahaan yang termasuk dalam indeks Kompas 100	100
	Sampel	
1	Perusahaan yang tidak masuk dalam daftar indeks Kompas 100 tahun 2010-2012 secara berturut-turut	(52)
2	Perusahaan yang tidak membagikan dividen (n.a) dan atau membagikan akan tetapi tidak berturut-turut selama periode 2010-2012	(33)
	Total sampel perusahaan	15

Berdasarkan proses pemilihan sampel diperoleh sampel penelitian berjumlah 15 perusahaan yang memenuhi persyaratan yaitu perusahaan yang hanya membagikan dividen secara berturut-turut selama periode 2010-2012 dan masuk dalam indeks Kompas 100 tahun 2010-2012 secara berturut-turut. Periode penelitian adalah tiga tahun yang disebut data *time series* dan 15 perusahaan yang disebut data *cross section*, sehingga data dalam penelitian ini disebut *pooled data* yang menghasilkan 45 data penelitian.

Berikut adalah nama-nama perusahaan yang menjadi sampel:

Tabel 1 Daftar Sampel

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE	KODE
1	PT. Astra Agro Lestari, Tbk	AALI	Agriculture, Forestry and Fishing
2	PT. Ciputra Property, Tbk	CTRP	Real Estate and Property
3	PT. Gudang Garam, Tbk	GGRM	Tobacco Manufacturers
4	PT. Semen Indonesia, Tbk	SMGR	Cement
5	PT. Gajah Tunggal, Tbk	GJTL	Automotive
6	PT. Indika Energy, Tbk	INDY	Mining and Mining Services
7	PT. United Tractor, Tbk	UNTR	Automotive
8	PT. Kalbe Farma, Tbk	KLBF	Pharmaceuticals
9	PT. Indo Tambangraya Megah, Tbk	ITMG	Mining and Mining Services
10	PT. PP London Sumatra Plantation, Tbk	LSIP	Agriculture, Forestry and Fishing

11	PT. Tambang Batu Bara Bukit Asam, Tbk	PTBA	Mining and Mining Services
12	PT. Sampoerna Agro, Tbk	SGRO	Agriculture, Forestry and Fishing
13	PT. Summarecon Agung, Tbk	SMRA	Real Estate and Property
14	PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk	TLKM	Telecommunication
15	PT. Unilever Indonesia, Tbk	UNVR	Consumer Goods

(Sumber: Data diolah dari ICMD dan www.idx.co.id)

Jenis, Sumber Data, dan Teknik Pengumpulan Data

1. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif yaitu data yang diukur dengan skala numerik (angka). Data kuantitatif atau angka yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) periode 2010-2012 dan daftar saham indeks Kompas 100 tahun 2010-2012. Laporan keuangan perusahaan dan daftar saham indeks Kompas 100 berasal dari situs di www.idx.co.id. Sumber data yang digunakan adalah data sekunder yakni data yang diperoleh tidak secara langsung yang berasal dari situs www.idx.co.id.

2. Teknik pengumpulan data

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dokumentasi, dimana data yang diperoleh bukan dari sumbernya secara langsung melainkan dari pihak-pihak yang terkait dengan penelitian ini berupa catatan, bukti, surat kabar, majalah dan notulen rapat (Arikunto, 2002:206). Data yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan laporan keuangan yang berasal dari situs www.idx.co.id serta daftar saham indeks Kompas 100 tahun 2010-2012.

Analisis Data

Bentuk analisis statistik yang digunakan adalah statistik parametrik. Hal ini dikarenakan data yang dianalisis adalah data rasio. Berikut ini merupakan langkah-langkah yang dilakukan dalam menganalisis data penelitian, yaitu sebagai berikut:

1. Pengukuran variabel

- a. Menghitung kebijakan dividen dengan rumus:

$$DPR = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

- b. Menghitung likuiditas dengan rumus:

$$\text{Cash ratio} = \frac{\text{cash} + \text{equivalen}}{\text{curent liabilities}}$$

c. Menghitung profitabilitas dengan rumus:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net income}}{\text{Total Asset}}$$

d. Menghitung kesempatan investasi dengan rumus:

$$\text{CAPBVA} = \frac{\text{Nilai buku aktiva tetap t} - \text{nilai buku aktiva tetap t-1}}{\text{Total Aset}}$$

Untuk menganalisis kondisi kebijakan dividen, likuiditas, profitabilitas, dan kesempatan investasi data rasio yang diperoleh kemudian dimasukkan ke dalam tabel dan grafik-grafik yang selanjutnya akan dianalisis dengan menggunakan program SPSS.

2. Analisis Deskriptif

Analisis ini mendeskripsikan data sampel yang telah terkumpul tanpa membuat kesimpulan yang berlaku umum.

3. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik bertujuan untuk mengetahui apakah model regresi layak dipakai atas variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian. Di dalam penelitian ini menggunakan teknik *pathanalysis* untuk mengetahui pengaruh secara langsung maupun tidak langsung antara variabel independen terhadap variabel dependen melalui variabel moderator. Uji asumsi klasik yang dilakukan dalam penelitian ini antara lain:

a) Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah variabel penelitian memiliki distribusi normal. Penggunaan uji normalitas karena pada analisis statistik parametrik, asumsi yang harus dimiliki oleh data adalah bahwa data tersebut terdistribusi secara normal. Uji normalitas pada penelitian ini menggunakan uji Kolmogorov Smirnov dengan kriteria pengujian $\alpha = 0,05$ (Singgih, 2000, dalam Rina, 2013:38) sebagai berikut:

1. Jika $\alpha \text{ sig} \geq \alpha$, maka data sampel berdistribusi normal
2. Jika $\alpha \text{ sig} \leq \alpha$, maka data sampel tidak berdistribusi normal

b) Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas adalah uji untuk mengetahui apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Salah satu cara untuk mengetahui ada tidaknya heteroskedastisitas dengan menggunakan uji glejser dan gambar Scatterplot antara nilai variabel dependen (ZPRED) dengan residualnya SRESID (Halima, 2009). Menurut Ghazali (2006:105) terdapat beberapa cara dalam mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas yakni:

1. Jika terdapat pola tertentu, seperti titik-titik yang membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka terjadi heteroskedastisitas.

2. Jika terdapat pola yang tidak jelas artinya titik-titik tersebar di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas

c) Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pada periode t dengan kesalahan pada periode sebelumnya t-1. Salah satu pengujian autokorelasi menggunakan uji Durbin-Watson, dimana pengujian ini digunakan hanya untuk autokorelasi tingkat satu.

d) Uji Multikolinearitas

Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel independen.

4. Analisis Jalur

Analisis jalur adalah suatu teknik untuk menganalisis hubungan sebab akibat yang terjadi pada regresi berganda jika variabel bebasnya mempengaruhi variabel tergantungan tidak hanya secara langsung tetapi juga secara tidak langsung atau dengan kata lain analisis jalur merupakan pengembangan langsung bentuk regresi berganda dengan tujuan untuk memberikan estimasi tingkat kepentingan (*magnitude*) dan signifikansi hubungan sebab akibat hipotetikal dalam seperangkat variabel (Suwarno, 2007:1)

Uji Hipotesis

Dalam penelitian ini dilakukan uji secara parsial yang fungsinya adalah mengetahui pengaruh secara parsial antara variabel bebas (X1,X2,X3) dengan variabel terikat (Y). Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- H_{01} : Tidak terdapat pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan dalam indeks Kompas 100 periode 2010-2012
- H_{02} : Tidak terdapat pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen melalui likuiditas sebagai variabel moderating pada perusahaan dalam indeks Kompas 100 periode 2010-2012
- H_{03} : Tidak terdapat pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan dalam indeks Kompas 100 periode 2010-2012
- H_{04} : Tidak terdapat pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen melalui likuiditas sebagai variabel moderating pada perusahaan dalam indeks Kompas 100 periode 2010-2012

Dalam penelitian ini taraf probabilitas yang digunakan adalah sebesar 5% (0,05), sehingga kriteria untuk penolakan dan penerimaan hipotesis adalah sebagai berikut:

1. Jika probabilitas $> 0,05$ maka hipotesis nol (H_0) akan diterima. Hal ini berarti variabel bebas secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat.
2. Jika probabilitas $\leq 0,05$ maka hipotesis nol (H_0) akan ditolak. Hal ini berarti variabel bebas secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat.

Hasil Penelitian dan Pembahasan

1. Profitabilitas

Pada Tabel 4.1 berikut akan disajikan data mengenai presentase *Return On Asset* perusahaan yang termasuk dalam indeks kompas 100 periode 2010-2012.

Tabel 4.1 *Return On Asset* (ROA) tahun 2010-2012 (dalam %)

No	Nama Perusahaan	Kode	2010	2011	2012	Rata-rata
1	PT. Astra Agro Lestari, Tbk	AALI	33.71	32.66	28.38	31,58
2	PT. Ciputra Property, Tbk	CTRP	5.23	4.73	3.47	4,48
3	PT. Gudang Garam, Tbk	GGRM	18.32	16.92	9.96	15,07
4	PT. Semen Indonesia, Tbk	SMGR	30.35	25.89	23.66	26,63
5	PT. Gajah Tunggal, Tbk	GJTL	10.80	7.41	7.83	8,68
6	PT. Indika Energy, Tbk	INDY	7.93	7.35	4.63	6,64
7	PT. United Tractor, Tbk	UNTR	17.04	16.76	14.80	16,2
8	PT. Kalbe Farma, Tbk	KLBF	25.18	24.02	18.95	22,72
9	PT. Indo Tambangraya Megah, Tbk	ITMG	25.45	46.24	39.64	37,11
10	PT. PP London Sumatra Plantation, Tbk	LSIP	24.85	30.78	18.17	24,6
11	PT. Tambang Batu Bara Bukit Asam, Tbk	PTBA	29.80	35.27	30.73	31,93
12	PT. Sampoerna Agro, Tbk	SGRO	21.92	21.77	22.06	21,92
13	PT. Summarecon Agung, Tbk	SMRA	5.45	5.60	6.56	5,87
14	PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk	TLKM	21.47	20.24	21.75	21,15

15	PT. Unilever Indonesia, Tbk	UNV R	52.16	53.18	39.46	48,27
Rata-rata			21.97	23.25	19.33	

Sumber: data diolah dari ICMD tahun 2010-2012

Berdasarkan Tabel 4.1 dapat diketahui bahwa rata-rata nilai *return on asset* pada tahun 2010 sebesar 21,97, tahun 2011 sebesar 23,25 dan tahun 2012 sebesar 19,33. Nilai *return on asset* mengalami penurunan pada tahun 2012 setelah sebelumnya yaitu tahun 2011 mengalami kenaikan. Hal ini menunjukkan bahwa keuntungan perusahaan pada tahun 2012 mengalami penurunan, sehingga aktiva yang ada tidak sepenuhnya dapat menghasilkan laba atau pemanfaatan aktiva yang tidak optimal.

2. Kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*)

Berikut adalah hasil data CAPBVA pada perusahaan dalam indeks kompas 100 periode 2010-2012:

Tabel 4.2 *Capital Expenditure to Book Value of Asset (CAPBVA)* tahun 2010-2012

No	Nama Perusahaan	Kode	2010	2011	2012	Rata-rata
1	PT. Astra Agro Lestari, Tbk	AALI	0.03	0.07	0.12	0.07
2	PT. Ciputra Property, Tbk	CTRP	0.08	0.11	-0.20	0.00
3	PT. Gudang Garam, Tbk	GGR M	0.01	0.02	0.03	0.02
4	PT. Semen Indonesia, Tbk	SMGR	0.28	0.20	0.19	0.23
5	PT. Gajah Tunggal, Tbk	GJTL	0.04	0.04	0.53	0.21
6	PT. Indika Energy, Tbk	INDY	0.06	0.19	0.18	0.14
7	PT. United Tractor, Tbk	UNTR	0.05	0.09	0.03	0.06
8	PT. Kalbe Farma, Tbk	KLBF	0.03	0.09	0.59	0.23
9	PT. Indo Tambangraya Megah, Tbk	ITMG	-0.01	0.20	0.11	0.10
10	PT. PP London Sumatra Plantation, Tbk	LSIP	0.23	0.41	0.54	0.39
11	PT. Tambang Batu Bara Bukit Asam, Tbk	PTBA	0.06	-0.01	0.06	0.04
12	PT. Sampoerna Agro, Tbk	SGRO	0.02	0.10	0.05	0.06
13	PT. Summarecon Agung, Tbk	SMRA	0.01	-0.01	0.00	0.00
14	PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk	TLKM	-0.01	-0.01	0.62	0.20

15	PT. Unilever Indonesia, Tbk	UNVR	0.47	0.01	0.05	0.18
Rata-rata			0.09	0.10	0.19	

Sumber: data diolahdari ICMD tahun 2010-2012

Proksi CAPBVA ini digunakan untuk melihat besarnya aliran tambahan modal saham perusahaan. Besar aliran modal tambahan suatu perusahaan dapat diketahui dengan membagi *capital expenditure* dan total aset. Proksi ini juga menjelaskan kombinasi aset yang dimiliki perusahaan (*asset in place*) dengan kesempatan investasi yang dimilikinya. Semakin besar aliran tambahan modal saham, semakin besar kemampuan perusahaan untuk memanfaatkannya sebagai tambahan investasi. Berdasarkan Tabel 4.2 dapat diketahui bahwa pada tahun 2010-2012 besar rata-rata aliran modal tambahan tertinggi terjadi pada tahun 2012 yaitu sebesar 0,19. Hasil pada tabel tersebut menunjukkan bahwa kesempatan investasi pada perusahaan yang terdaftar dalam Kompas 100 mengalami peningkatan dari tahun ke tahun.

3. Likuiditas

Berikut hasil data *cash ratio* pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks Kompas 100:

Tabel 4.3 Cash Ratio tahun 2010-2012

No	Nama Perusahaan	Kode	2010	2011	2012	Rata-rata
1	PT. Astra Agro Lestari, Tbk	AALI	1.1685	0.5819	0.0875	0,6126
2	PT. Ciputra Property, Tbk	CTRP	4.9862	1.2266	0.5111	2,2413
3	PT. Gudang Garam, Tbk	GGRM	0.1472	0.0808	0.1042	0,1107
4	PT. Semen Indonesia, Tbk	SMGR	1.4555	1.1683	0.6385	1,0874
5	PT. Gajah Tunggal, Tbk	GJTL	0.3397	0.2022	0.2248	0,2556
6	PT. Indika Energy, Tbk	INDY	1.5525	0.8858	1.0225	1,1536
7	PT. United Tractor, Tbk	UNTR	0.1354	0.4779	0.3527	0,322
8	PT. Kalbe Farma, Tbk	KLBF	1.6588	1.4052	0.7896	1,2845
9	PT. Indo Tambangraya Megah, Tbk	ITMG	0.8885	1.3586	1.0553	1,1008
10	PT. PP London Sumatra Plantation, Tbk	LSIP	1.867	3.8845	2.2702	2,6739
11	PT. Tambang Batu Bara Bukit Asam, Tbk	PTBA	4.4035	3.5511	3.3417	3,7654

12	PT. Sampoerna Agro, Tbk	SGRO	1.1540	0.7081	0.2177	0,6933
13	PT. Summarecon Agung, Tbk	SMRA	0.2813	0.2660	0.2823	0,2765
14	PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk	TLKM	0.4454	0.4341	0.5441	0,4745
15	PT. Unilever Indonesia, Tbk	UNVR	0.0721	0.0519	0.1226	0,0846
Rata-rata			1,3702	1,0855	0,771	

Sumber: data diolah dari ICMD tahun 2010-2012

Semakin tinggi *cash ratio* menunjukkan kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi (membayar) kewajiban jangka pendeknya juga tinggi. Tetapi, berdasarkan data Tabel 4.3 dapat diketahui bahwa *cash ratio* pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks Kompas 100 dari tahun 2010-2012 mengalami penurunan tiap tahunnya. Rasio kas yang menurun dapat memberikan indikasi bahwa kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek melalui kas dan setara kas juga menurun.

4. Kebijakan Dividen

Berikut adalah hasil *data dividend payout ratio* tahun 2010-2012:

Tabel 4.4 *Dividend Payout Ratio* tahun 2010-2012 (dalam %)

No	Nama Perusahaan	Kode	2010	2011	2012	Rata-rata
1	PT. Astra Agro Lestari, Tbk	AALI	64.81	62.71	14.76	47,43
2	PT. Ciputra Property, Tbk	CTRP	33.15	27.71	29.19	30,02
3	PT. Gudang Garam, Tbk	GGRM	36.19	40.84	38.81	38,61
4	PT. Semen Indonesia, Tbk	SMGR	55	50	49.56	51,52
5	PT. Gajah Tunggal, Tbk	GJTL	5.77	5.03	3.68	4,83
6	PT. Indika Energy, Tbk	INDY	50	49.87	26.10	41,99
7	PT. United Tractor, Tbk	UNTR	50.68	52.17	13.37	38,74
8	PT. Kalbe Farma, Tbk	KLBF	27.33	55.27	62.66	48,42
9	PT. Indo Tambangraya Megah, Tbk	ITMG	74.10	52.80	45.63	57,51
10	PT. PP London Sumatra Plantation, Tbk	LSIP	40.31	8.06	32.64	27,01
11	PT. Tambang Batu Bara Bukit Asam, Tbk	PTBA	45.06	60	60.03	55,03
12	PT. Sampoerna Agro, Tbk	SGRO	30.18	45.19	30.03	235,13

13	PT. Summarecon Agung, Tbk	SMRA	30.77	29.44	40.67	33,63
14	PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk	TLKM	51.25	56.37	48.32	51,98
15	PT. Unilever Indonesia, Tbk	UNVR	100.02	100.04	62.65	87,57
Rata-rata			46,31	46,37	37,21	

Sumber: data diolah dari ICMD tahun 2010-2012

Berdasarkan Tabel 4.4, rata-rata nilai dividend payout ratio mengalami penurunan dan peningkatan. Pada tahun 2010 ke 2011 terjadi peningkatan pembayaran dividen sebesar 0,06%, tetapi pada tahun 2011 ke tahun 2012 rata-rata pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks Kompas 100 mengalami penurunan sebesar 9,25%.

A. Hasil Uji Asumsi Klasik

a. Uji normalitas

Adapun hasil uji normalitas yang dihasilkan adalah sebagai berikut:

Tabel 4.4 hasil uji normalitas dengan *Kolmogorov-Smirnov* (K-S)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ROA	CAPBVA	CAR	DPR
N		45	45	45	45
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	19.5733	.1278	1.2676	43.2938
	Std. Deviation	10.70864	.17952	1.38059	21.25299
Most Extreme Differences	Absolute	.128	.228	.195	.092
	Positive	.128	.228	.178	.092
	Negative	-.081	-.199	-.195	-.076
Kolmogorov-Smirnov Z		.860	.537	1.307	.614
Asymp. Sig. (2-tailed)		.450	.936	.066	.845

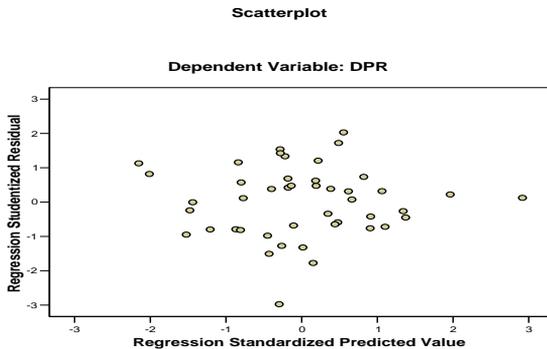
a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Berdasarkan Tabel 4.4 tersebut dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian berasal dari distribusi normal, dapat ditunjukkan dari nilai signifikansi masing-masing variable, yaitu DPR sebesar $0,614 > 0,050$ (di atas nilai α), ROA sebesar $0,860 > 0,050$ (di atas nilai α), CAPBVA sebesar $0,537 > 0,050$ (di atas nilai α), dan CAR sebesar $1,307 > 0,050$ (di atas nilai α). Hal ini menunjukkan hasil uji K-S pada tiap variabel tersebut memiliki nilai signifikansi di atas $0,05$ (α), artinya data yang digunakan dalam penelitian ini memiliki distribusi normal.

b. Uji Heteroskedastisitas

Adapun hasil uji heteroskedastisitas pada penelitian ini seperti pada Gambar 4.1 sebagai berikut:



Gambar 4.1 hasil output uji heteroskedastisitas

Berdasarkan Gambar 4.1 tersebut dapat dilihat bahwa titik-titik pada gambar tersebut tidak membentuk suatu pola tertentu, dan titik-titiknya menyebar di atas dan di bawah angka 0 dan sumbu Y. Sehingga dapat disimpulkan variabel dalam penelitian ini terlepas dari gangguan heteroskedastisitas.

c. Uji Autokorelasi

Penelitian ini menggunakan uji autokorelasi *Durbin-Watson Test*. Adapun hasil pengujian autokorelasi dapat dilihat dalam Tabel 4.5 model *summary* sebagai berikut:

Model Summary^b

Model	Durbin-Watson
1	1.869 ^a

a. Predictors: (Constant), CAR, ROA, CAPBVA

b. Dependent Variable: DPR

Dari Tabel 4.5 di atas terlihat nilai D-W sebesar 1,869. Berpegang pada pedoman pengambilan kesimpulan uji autokorelasi, yaitu apabila nilai D-W diantara -1,66 sampai 2,34, maka dapat disimpulkan bahwa variabel yang digunakan dalam analisis ini tidak terjadi autokorelasi.

d. Uji Multikolinieritas

Hasil uji multikolinieritas dapat terlihat pada Tabel 4.6 sebagai berikut:
Tabel 4.6 hasil uji multikolinieritas

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ROA	.974	1.027
	CAPBVA	.959	1.042
	CAR	.982	1.018

a. Dependent Variable: DPR

Berdasarkan hasil uji multikolinieritas pada Tabel 4.6 tersebut, terlihat nilai VIF ROA sebesar $1,027 < 10$, nilai VIF CAPBVA sebesar $1,042 < 10$, dan nilai VIF CAR sebesar $1,018 < 10$, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak mengalami multikolinieritas, karena nilai VIF tiap variabel tersebut lebih kecil dari 10.

B. Hasil Analisis Statistik

Analisis statistik dalam penelitian ini untuk mengetahui pengaruh langsung variabel profitabilitas yang diukur dengan rasio ROA, dan kesempatan investasi yang diproksi dengan CAPBVA terhadap kebijakan dividen (DPR), dan tidak langsung melalui likuiditas yang dihitung dengan *cash ratio* (CAR). Analisis statistik dalam penelitian ini menggunakan bantuan *software* SPSS. Hasil statistik ini dibagi dalam dua tahap, sebagai berikut:

a. Analisis Tahap I

Hasil analisis tahap I dapat dilihat pada Tabel 4.7 sebagai berikut:

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.217	.420		.517	.608
	ROA	.039	.018	.304	2.175	.035
	CAPBVA	2.219	1.074	.289	2.066	.045

a. Dependent Variable: CAR

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.426 ^a	.181	.142	1.27862

a. Predictors: (Constant), CAPBVA, ROA

Berdasarkan Tabel 4.7 tersebut, model persamaan regresi yang dihasilkan adalah sebagai berikut:

$$X_3 = 0,217 + 0,039X_1 + 2,219 X_2 + Pe_1$$

Keterangan:

X_3 = *Cash ratio (CAR)*

X_1 = *Return On Asset (ROA)*

X_2 = *Capital Expenditure to book Value Asset (CAPBVA)*

Pe_1 = *Pengaruh error*

Dari persamaan diatas maka diperoleh hasil nilai sebagai berikut:

1. Nilai konstanta sebesar 0,217, artinya bila nilai ROA dan CAPBVA konstan atau nol maka nilai CAR adalah 21,7%
2. Nilai koefisien variabel ROA sebesar 0,039 dengan signifikansi $0,035 < 0,05$, artinya jika ROA meningkat 1% sedangkan CAPBVA konstan maka CAR akan naik sebesar 3,9%
3. Nilai koefisien variabel CAPBVA sebesar 2,219 dengan signifikansi $0,045 < 0,05$, artinya jika CAPBVA meningkat 1% sedangkan ROA konstan maka CAR akan naik sebesar 221,9%
4. Nilai R^2 sebesar 0,181 berarti bahwa variabel bebas hanya dapat menjelaskan variabel terikat sebesar 18,1% sedangkan sisanya 81,9% dijelaskan oleh variabel lain diluar model penelitian dan error, sedangkan R sebesar 0,426 menjelaskan lemahnya hubungan ROA (X_1), CAPBVA (X_2), terhadap CAR (X_3).

b. Analisis Tahap II

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	25.422	5.578		4.558	.000
	ROA	.488	.252	.246	1.940	.059
	CAPBVA	-17.560	14.930	-.148	-1.176	.246
	CAR	8.335	2.043	.541	4.079	.000

a. Dependent Variable: DPR

Hasil analisis statistik tahap II adalah sebagai berikut:

Tabel 4.8 model regresi tahap II

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.639 ^a	.409	.365	16.93012

a. Predictors: (Constant), CAR, CAPBVA, ROA

Dari hasil SPSS di atas, maka dapat dibuat persamaan sub structural kedua sebagai berikut:

$$Y = 25,422 + 0,488 X_1 - 17,560 X_2 + 8,335 X_3 + Pe\varepsilon_2$$

Dari persamaan diatas maka diperoleh nilai sebagai berikut:

1. Nilai konstanta sebesar 25,422, artinya bila ROA, CAPBVA dan CAR konstan atau nol maka nilai DPR adalah 25422,2%
2. Nilai koefisien variabel ROA sebesar 0,488 namun nilai ini tidak dapat diinterpretasikan karena memiliki nilai signifikan $0,058 > 0,05$, artinya seberapa pun besarnya kenaikan atau penurunan ROA tidak akan mempengaruhi besarnya DPR.
3. Nilai koefisien variabel CAPBVA sebesar -17,560 namun nilai ini tidak dapat diinterpretasikan karena memiliki nilai signifikan $0,246 > 0,05$, artinya seberapa pun besarnya kenaikan atau penurunan CAPBVA tidak akan mempengaruhi besarnya DPR
4. Nilai koefisien CAR sebesar 8,335 dengan signifikansi 0,000, artinya jika CAAR meningkat 1% sedangkan ROA dan CAPBVA konstan maka nilai DPR akan meningkat sebesar 833,5%
5. Nilai R^2 sebesar 0,409 berarti bahwa variabel bebas hanya dapat menjelaskan variabel terikat sebesar 40,9% sedangkan sisanya sebesar 59,1% dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian dan error. Nilai R sebesar 0,639 menjelaskan lemahnya hubungan ROA, CAPBVA dan CAR terhadap DPR

Berdasarkan penjelasan analisis statistik di atas, secara ringkas hasil analisis statistik tersebut dapat dilihat pada Tabel 4.9 sebagai berikut:

Tabel 4.9 Ringkasan hasil analisis statistik

Hubungan antar variabel	Pengaruh langsung	Pengaruh tidak langsung	Pengaruh total	Nilai signifikansi	Keterangan
$X_1 - X_3$	0,256	0,164	-	0,035	-
$X_2 - X_3$	-0,156	0,156	-	0,045	-
$X_3 - Y$	0,541	-	0,861	0,000	-
$X_1 - Y$	-	-	-	0,059	H_0 diterima
$X_2 - Y$	-	-	-	0,246	H_0 diterima

c. Validitas Model

Setelah mengetahui jalur pada penelitian dengan menguji masing-masing persamaan melalui regresi, maka diperlukan pemeriksaan validitas terhadap model penelitian. Validasi suatu model tergantung pada terpenuhi atau tidaknya asumsi-asumsi yang melandasi analisis jalur. Terdapat dua indikator validitas di dalam analisis jalur, yaitu:

$$\begin{aligned}
 Pe_1 &= \sqrt{1 - R1^2} \\
 &= \sqrt{1 - 0,181} \\
 &= \sqrt{0,819} \\
 &= 0,905
 \end{aligned}$$

Dengan pengaruh *error* pada pengujian regresi I, maka dapat disimpulkan bahwa informasi yang terkandung di dalam hasil penelitian hanya mampu menjelaskan pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat sebesar 9,5% dan sisanya 90,5% dipengaruhi variabel lain yang tidak terdapat dalam model regresi pertama.

$$\begin{aligned}
 Pe_2 &= \sqrt{1 - R2^2} \\
 &= \sqrt{1 - 0,409} \\
 &= \sqrt{0,591} \\
 &= 0,768
 \end{aligned}$$

Dengan pengaruh *error* pada pengujian regresi II, maka dapat disimpulkan bahwa informasi yang terkandung di dalam hasil penelitian hanya mampu menjelaskan pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat sebesar 23,2% dan sisanya 76,8% dipengaruhi variabel lain yang tidak terdapat dalam model regresi kedua.

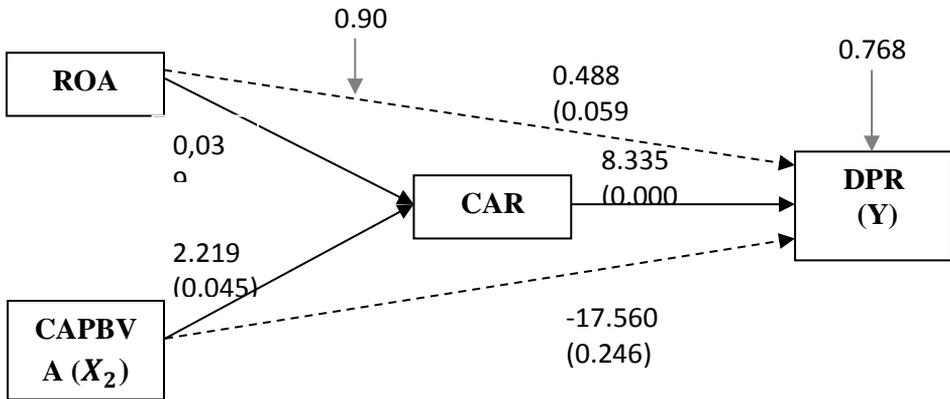
Setelah diketahui jalur lintasan pengaruh, kemudian dilakukan validitas model regresi sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 R^2m &= 1 - Pe1^2 \cdot Pe2^2 \\
 &= 1 - (0,905)^2 \cdot (0,768)^2
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 &= 1 - (0,819) \cdot (0,589) \\
 &= 1 - 0,483 \\
 &= 0,517
 \end{aligned}$$

Dengan koefisien determinasi sebesar 0,517 maka dapat diartikan bahwa informasi yang terkandung dalam data 51,7% dijelaskan oleh model penelitian sedangkan sisanya sebesar 48,3% dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian dan *error*.

Berdasarkan penjelasan di atas dapat dibuat bagan hasil analisis jalur sebagai berikut:



Keterangan:

- = pengaruh *error*
- - - - - → = tidak terdapat pengaruh signifikan
- = terdapat pengaruh signifikan

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks Kompas 100 Periode 2010-2012

Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa H_{01} di terima, yang artinya adalah profitabilitas tidak berpengaruh secara langsung terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, hasil penelitian ini menolak hipotesis pertama bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Menurut Van Horne dan Machowicz, (2007:276) yang menyatakan bahwa dividen memiliki pengaruh terhadap harga saham karena memberikan informasi atau sinyal mengenai profitabilitas perusahaan sehingga perusahaan yang memiliki berita bagus mengenai profitabilitas masa depannya akan berkeinginan untuk memberitahukan hal ini kepada investor. Dengan demikian profitabilitas sangat diperlukan perusahaan bila hendak membayar dividen karena profitabilitas

mempengaruhi jumlah dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan. Perusahaan yang berhasil memperoleh keuntungan besar cenderung akan memberikan porsi pembayaran dividen yang cukup besar. Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan baik, sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan nilai perusahaan akan meningkat.

Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam membayar dividen (Brigham dan Houston, 2006:108). 52% sampel menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan kebijakan pembayaran konstan. Kebijakan ini memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh semakin besar dividen yang dibayarkan, demikian pula sebaliknya bila laba kecil dividen yang dibayarkan juga kecil. Hasil penelitian pada sampel dapat diketahui bahwa 10 sampel atau 22% menunjukkan bahwa pada saat profitabilitas naik, *dividend payout ratio* yang dibayarkan turun dan sebesar 26% sampel atau sebanyak 12 sampel menunjukkan bahwa pada saat profitabilitas turun, *dividend payout ratio* justru naik. Dari data yang ada menunjukkan bahwa tidak selalu profitabilitas tinggi diikuti dengan pembayaran dividen yang tinggi dan sebaliknya profitabilitas rendah tidak diikuti dengan pembayaran dividen yang rendah. Hasil tersebut bisa saja menjadi salah satu penyebab profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, karena 42% dari sampel menunjukkan bahwa profitabilitas tidak selalu sejalan dengan kebijakan dividen. Selain itu hasil penelitian yang tidak signifikan bisa juga disebabkan karena perusahaan mengalokasikan laba yang diperoleh perusahaan untuk sebagian digunakan dalam pembiayaan kegiatan investasi.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen melalui Likuiditas sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks Kompas 100

Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap likuiditas dan likuiditas berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis kedua yang diajukan yaitu profitabilitas berpengaruh positif secara tidak langsung terhadap kebijakan dividen melalui likuiditas sebagai variabel moderating.

Hasil penelitian ini mendukung teori *Signalling theory*, dimana manajemen perusahaan akan memberikan petunjuk kepada para investor mengenai bagaimana cara pandang manajemen terhadap prospek perusahaan. Pengumuman dividen sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada

pasar mengenai hasil kerja perusahaan di masa kini dan masa yang akan datang adalah cara yang tepat meskipun mahal tetapi sangat berarti. Selain *signaling theory*, hasil penelitian ini juga mendukung teori *bird in the hand* dan *clientele effect* yang menyatakan bahwa pemegang saham lebih menginginkan jika perusahaan membayarkan dividen dan *dividend payout ratio* yang tinggi lebih disukai kelompok klien tertentu. Pembayaran dividen juga dapat mengurangi *agency theory* karena pemegang saham dapat secepatnya mendapatkan pengembalian dari hasil investasinya sehingga mengurangi kecurigaan terhadap manajer perusahaan karena manajer perusahaan telah menjalankan perusahaan dengan baik serta dapat meningkatkan likuiditas perusahaan yang memberikan peluang lebih besar agar perusahaan dapat membayar dividen. Sehingga dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh secara tidak langsung terhadap kebijakan dividen melalui likuiditas sebagai variabel moderating.

Pertumbuhan ekonomi global pada tahun 2012 tercatat lebih rendah dibandingkan tahun sebelumnya. Berbagai permasalahan ekonomi dunia, baik di Eropa maupun di Amerika Serikat (AS), yang belum sepenuhnya dapat diatasi mengakibatkan pemburukan ekonomi global yang telah terjadi sejak akhir tahun 2011 masih berlanjut di tahun 2012 (www.bi.go.id, 5 Oktober 2012). Beberapa Negara berkembang merespon pelemahan ekonominya dengan melakukan kebijakan moneter yang akomodatif. Kebijakan moneter longgar yang diterapkan oleh negara-negara maju tersebut pada akhirnya meningkatkan likuiditas di pasar keuangan global yang sebagian mengalir ke negara berkembang kawasan Asia.

Pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks Kompas 100 Periode 2010-2012

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dalam penelitian dapat diketahui bahwa kesempatan investasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis ketiga yang diajukan yaitu kesempatan investasi berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen

Secara umum perusahaan sampel adalah perusahaan yang mapan yang sudah beroperasi dalam kurun waktu yang lama, sehingga walaupun perusahaan memiliki

kesempatan investasi yang besar, perusahaan tidak akan mengubah atau mengurangi proporsi pembagian dividen karena telah memiliki banyak cadangan laba ditahan

(retained earning) atau perusahaan dapat menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari hutang kepada perbankan atau pihak lembaga keuangan lain untuk melakukan investasi sehingga hal ini tidak akan berpengaruh terhadap kebijakan

dividen perusahaan. Perusahaan dapat menambah laba perusahaan dengan tetap mempertahankan kebijakan dividen yang konstan. Kebijakan pemberian dividen yang konstan ini banyak dilakukan oleh perusahaan karena dapat meningkatkan harga saham, memberikan kesan kepada investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang, menarik investor yang memanfaatkan dividen untuk keperluan konsumsi sebab dividen selalu dibayarkan (Sutrisno, 2003).

Hasil penelitian ini tidak mendukung *signalling theory*, yaitu teori yang menyatakan bahwa adalah suatu keadaan dimana manajemen perusahaan akan memberikan petunjuk kepada para investor mengenai bagaimana cara pandang manajemen terhadap prospek perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian kesempatan investasi tidak selalu memberikan sinyal negatif bahwa perusahaan tidak membayarkan dividen atau mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan.

Kinerja investasi pada tahun 2012 menunjukkan hasil yang terus meningkat dan mencapai angka 10,7% di bandingkan pencapaian tahun sebelumnya sebesar 8,8%. Faktor-faktor yang mendukung peningkatan kinerja investasi tersebut antara lain optimisme pelaku usaha terhadap perekonomian Indonesia, perbaikan iklim kestabilan makro ekonomi. Inflasi inti tahun 2012 tercatat rendah sebesar 4,40%. Rendahnya tingkat inflasi inti tersebut di dukung oleh terkelolanya permintaan domestik serta meningkatnya kemampuan sisi produksi dalam merespon permintaan domestik sejalan dengan tingginya pertumbuhan investasi dalam beberapa tahun terakhir (www.bi.go.id, 5 Oktober:14). Hal ini juga dapat terlihat dari sampel penelitian yang menunjukkan bahwa pada tahun 2012 rata-rata kinerja investasi perusahaan meningkat, tentunya peningkatan ini bias disebabkan karena rendahnya tingkat inflasi.

Pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen melalui Likuiditas sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks Kompas 100

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan dalam penelitian dapat diketahui bahwa kesempatan investasi berpengaruh secara signifikan terhadap likuiditas dan likuiditas berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis keempat yang diajukan yaitu kesempatan investasi berpengaruh secara tidak langsung terhadap kebijakan dividen melalui likuiditas sebagai variabel moderating.

Kesempatan investasi yang dihitung dengan proksi investasi *capital expenditure to book value asset* (CAPBVA). Proksi ini CAPBVA digunakan untuk melihat besarnya aliran tambahan modal saham perusahaan. Dengan tambahan modal saham ini perusahaan dapat memanfaatkannya untuk tambahan investasi aktiva produktifnya, sehingga berpotensi sebagai perusahaan

bertumbuh (Kallapur dan Trombley, 2011:16). Para investor dapat melihat berapa besar aliran modal tambahan suatu perusahaan dengan membagi *capital expenditure* dan total aset. Proksi ini juga menjelaskan kombinasi aset yang dimiliki perusahaan (*asset in place*) dengan kesempatan investasi yang dimilikinya.

Kesempatan investasi pada perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi dan didukung fundamental yang kuat memberikan peluang yang lebih besar bagi perusahaan untuk membayarkan dividen. Keputusan perusahaan dalam menentukan jenis investasi dan sumber dana ditentukan oleh kemapanan aliran kas atau tingkat likuiditas perusahaan. Dengan adanya likuiditas yang tinggi serta fundamental yang kuat seperti pada perusahaan yang terdaftar dalam indeks kompas 100 maka hal ini membuat perusahaan dalam indeks kompas 100 dapat melakukan investasi tanpa perlu mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan, karena perusahaan tetap menjaga konsistensi kinerja perusahaan.

Pembayaran dividen oleh perusahaan mengandung informasi yang dapat dilihat dari sisi investor dan sisi manajer perusahaan. Salah satu tindakan perusahaan yang banyak memberikan informasi mengenai investor adalah pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan. Perusahaan tidak mungkin akan membayar dividen bila kinerja dan kondisi keuangan perusahaan berada pada posisi yang tidak baik. Pembayaran dividen merupakan sumber informasi bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang sangat baik bahkan investor memandang pemberian dividen merupakan kinerja perusahaan yang baik dan adanya kelebihan dana.

Hal ini sesuai dengan *signaling theory*, bahwa suatu keadaan dimana manajemen perusahaan akan memberikan petunjuk kepada para investor mengenai bagaimana cara pandang manajemen terhadap prospek perusahaan. Pengumuman dividen sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan di masa kini dan masa yang akan datang adalah cara yang tepat meskipun mahal tetapi sangat berarti (Brigham & Houston, 2006:40). Setelah menerima isyarat melalui pengumuman dividen maka pasar akan bereaksi terhadap pengumuman perubahan dividen yang dibayarkan sehingga bisa dikatakan pasar menangkap informasi tentang prospek perusahaan yang terkandung dalam pengumuman tersebut.

Kinerja investasi yang terus meningkat dan mencapai angka 10,7% di bandingkan pencapaian tahun sebelumnya sebesar 8,8%. Dari sisi pembiayaan, peningkatan investasi juga didukung oleh adanya kredit investasi yang tumbuh sebesar 29,8% (www.bi.go.id, 5 Oktober:14). Akibat krisis di Eropa menyebabkan Negara-negara di Asia yang melakukan berbagai kebijakan stimulus. Salah satu kebijakan stimulus yang dipilih adalah pelonggaran likuiditas, melalui antara lain pengucuran dana tambahan, penurunan suku bunga,

dan pembelian obligasi (www.kemenkeu.go.id, 16 Oktober:14). Kinerja dan stabilitas ekonomi negara-negara di kawasan Asia yang masih jauh lebih baik daripada negara-negara di kawasan Eropa, telah meningkatkan kepercayaan investor terhadap potensi dan peluang negara-negara berkembang Asia sehingga mendorong terjadinya aliran modal masuk ke negara-negara tersebut. Hal ini berdampak pula pada investasi perusahaan pada sampel yang tetap menunjukkan peningkatan pada tahun 2012 pada saat terjadi krisis ekonomi.

Kesimpulan

Dari bab pembahasannya, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Profitabilitas tidak berpengaruh secara langsung terhadap kebijakan dividen pada perusahaan dalam indeks kompas 100 periode 2010-2012. 22 dari 45 sampel penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas tidak sejalan dengan kebijakan dividen. Hasil tersebut tidak mendukung *signalling theory* yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan memberikan sinyal bahwa kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen akan tinggi.
2. Profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap likuiditas dan likuiditas berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi likuiditas dan profitabilitas yang diperoleh perusahaan menunjukkan bahwa ketersediaan kas perusahaan untuk membayarkan dividen tercukupi.
3. Kesempatan investasi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Secara umum perusahaan sampel adalah perusahaan yang mapan yang sudah beroperasi dalam kurun waktu yang lama, sehingga walaupun perusahaan memiliki kesempatan investasi yang besar, perusahaan tidak akan mengubah atau mengurangi proporsi pembagian dividen karena telah memiliki banyak cadangan laba ditahan.
4. Kesempatan investasi berpengaruh secara signifikan terhadap likuiditas dan likuiditas berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi dan fundamental yang kuat tentunya akan tetap berusaha menjaga kinerja perusahaan agar menghasilkan *return* yang besar sehingga dapat terus membayarkan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene, dan Gapenski, Louis C. 1996. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga
- Brigham, dan Houston. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Buku 1, Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat
- Brigham, dan Houston. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Buku 2, Edisi 11*. Jakarta: Salemba Empat
- Brigham dan Houston. 2006. *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1*. Jakarta: Salemba Empat.
- Lawrence, Gitman C. 2003. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga
- Munawir, S. 2002. *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty
- Murhadi, Werner R. 2008. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat
- Sudarsih, Sri. 2002. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio Pada Industri Perbankan Yang Listed Di Bursa Efek Jakarta (BEJ)*. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*, Volume 1, No.2, Maret.
- Weston, Fred J. & Copeland, Thomas E. 2010. *Manajemen Keuangan Jilid 2*. Tangerang: Bina Rupa Aksara