

PENGARUH PROFITABILITAS, *LEVERAGE*, *COLLATERALIZABLE ASSETS*, DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Argamaya

Program Studi Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial Universitas Bakrie
Jl. H.R. Rasuna Said Kav. C-22, Kuningan, Jakarta Selatan 12920

Alifa Agustiana Putri

Program Studi Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial Universitas Bakrie
Jl. H.R. Rasuna Said Kav. C-22, Kuningan, Jakarta Selatan 12920

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan memberi bukti empiris mengenai pengaruh profitabilitas, *leverage*, *collateralizable assets* dan *investment opportunity set* (IOS) terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2013. Penelitian ini merupakan studi empiris dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dalam pengumpulan data. Penelitian ini menggunakan pendekatan metode regresi *common effect model* dengan metode analisis *ordinary least square*. Setelah melalui *purposive sampling*, terpilih 32 perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian. Hasil uji hipotesis menemukan bahwa profitabilitas dan IOS berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan *collateralizable assets* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara itu, *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Kata Kunci : Kebijakan dividen, profitabilitas, *leverage*, *collateralizable assets*, *investment opportunity set*

Abstract

This research aims to analyze and give empirical results about the influence of profitability, leverage, collateralizable assets and investment opportunity set (IOS) to dividend policy of manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange in the year 2010-2013. This research is an empirical study with purposive sampling techniques in data collection. This research uses common effect model regression method approach with ordinary least square analysis method. After going through purposive sampling, 32 manufacturing companies are selected as samples. Hypothesis testing results found that both of profitability and IOS had positive effect to dividend policy, whereas collateralizable assets had negative effect to dividend policy. Meanwhile, leverage didn't have any effect to dividend policy.

Keywords : Dividend policy, profitability, leverage, collateralizable assets, investment opportunity set

PENDAHULUAN

Tujuan dari perusahaan adalah untuk memaksimalkan *wealth* (kekayaan) pemegang saham dengan memberikan tingkat pengembalian (*return*) atas investasi yang telah dilakukan pemegang saham. *Return* inilah yang nantinya akan menjadi indikator peningkatan kekayaan pemegang saham. *Return* tersebut dapat berupa dividen. Bagi investor, dividen adalah suatu bentuk pengembalian atas modal yang telah diberikan karena itu investor cenderung menginginkan pembagian dividen yang besar dan relatif stabil, namun tidak semua perusahaan di Indonesia rutin membagikan dividen. Berdasarkan data Bursa Efek Indonesia (BEI), dalam kurun waktu sepuluh tahun terakhir setidaknya ada 55 perusahaan yang tidak pernah membagikan dividen kepada pemegang saham. Direktur BEI, Warsito, mengatakan bahwa BEI menyarankan apabila perusahaan mendapatkan keuntungan dan laporan keuangan tidak mengalami defisit maka perusahaan bisa membagikan dividen (Sari, 2012).

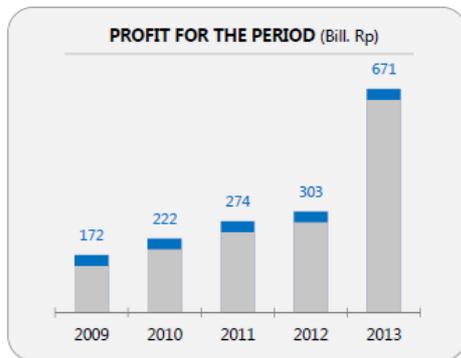
BEI meminta penjelasan pada perusahaan yang tidak membagikan dividen, yakni mengenai pengembangan usaha yang akan dilakukan. Direktur Penilaian Perusahaan BEI, Hoesen, menuturkan bahwa pihaknya meminta

penjelasan kepada perusahaan untuk mengetahui langkah dan bisnis perusahaan karena sejumlah perusahaan memutuskan tidak membagikan dividen. Menurut Hoesen, mengembangkan usaha memang membutuhkan waktu. Namun, perusahaan diharapkan dapat membagi dividen kepada investor. Pada saat akan melakukan penawaran perdana saham seharusnya perusahaan mencantumkan kebijakan dividen di prospektus (Melani, 2013).

BEI mengaku tengah mempelajari penyusunan aturan pembagian dividen perusahaan. BEI masih membahas terkait besaran batasan minimum keuntungan yang wajib dibayarkan ke pemegang saham melalui dividen, jika aturan ini sudah berjalan maka perusahaan yang tidak membayar dividen akan dikenakan denda. Aturan ini masih dalam pembahasan di internal otoritas pasar modal. Hoesen mengatakan bahwa selama ini banyak perusahaan yang tidak membagikan dividen kepada para investor padahal perusahaan tersebut secara umum sudah untung (Sari, 2013).

PT. Hero Supermarket Tbk. (HERO) adalah salah satu contoh perusahaan yang tidak pernah membagikan dividen sejak sepuluh tahun lalu (Sari, 2012). HERO beralasan membutuhkan dana untuk ekspansi bisnis. Selanjutnya, HERO pun tidak membagi dividen untuk hasil laba

bersih di tahun 2013 dengan alasan yang sama. Padahal keuntungan atau profit HERO selalu meningkat setiap tahun, seperti pada tahun 2009-2013. Profit HERO tersaji pada gambar berikut.



Sumber: BEI (2013)

Profit HERO tahun 2009-2013

Menurut Hoesen, idealnya jika selama dua atau tiga tahun berturut-turut perusahaan mendapatkan keuntungan maka perusahaan harus membagikan dividen kepada investor (Sari, 2013). Merujuk pada realita, HERO yang tidak pernah membagi dividen dalam waktu yang sangat lama mengindikasikan bahwa pihak manajemen HERO mengabaikan kepentingan pemegang saham. Pihak manajemen perusahaan memiliki strategi pengembangan lain yang membutuhkan dana lebih yaitu melakukan ekspansi bisnis. Dana lebih tersebut dapat diambil dari dividen yang tidak dibagikan.

Akibatnya dapat terjadi konflik antara dua pihak yang berkepentingan yaitu investor sebagai pemilik modal (*principal*) dan manajemen sebagai pengelola modal

tersebut (*agent*). Menurut teori keagenan (*agency theory*), konflik ini disebut dengan masalah keagenan (*agency problem*). Investor merasa kepentingan mereka diabaikan, sementara manajemen berpikir bahwa pembagian dividen yang cukup besar akan mengurangi kemampuan pendanaan perusahaan untuk pengembangan perusahaan. Black (1976) mengatakan bahwa hal tersebut menganalogikan kebijakan dividen sebagai *puzzle* yang berkelanjutan, dimana kebijakan dividen merupakan suatu teka-teki yang sulit dan dilematis untuk diputuskan oleh pihak manajemen perusahaan (Hery, 2013).

Perusahaan, selain menginginkan adanya pertumbuhan bisnis secara terus menerus, seharusnya juga memperhatikan kesejahteraan pemegang saham. Pihak manajemen diberi amanah oleh pihak pemegang saham untuk mengelola perusahaan dalam upaya untuk memaksimalkan *wealth* pemegang saham. Manajemen perusahaan juga menentukan dan memutuskan apakah akan membayar atau tidak membayar dividen tunai, dan apakah harus menambah, mengurangi, atau menetapkan dividen pada jumlah yang sama seperti yang telah dibagikan pada periode-periode sebelumnya. Keputusan ini disebut dengan kebijakan dividen.

Juma'h dan Pacheco (2008) mengemukakan beberapa tujuan pembagian dividen. Pertama, untuk memaksimalkan kemakmuran bagi para pemegang saham, karena tinggi dan stabilnya dividen yang dibayarkan akan mempengaruhi harga saham. Kedua, untuk menunjukkan likuiditas perusahaan, dengan dibayarkannya dividen diharapkan bahwa kinerja perusahaan di mata investor akan terlihat bagus. Ketiga, untuk menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghadapi gejolak ekonomi yang terjadi, serta menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memberikan hasil kepada investor. Keempat, untuk menarik minat investor karena sebagian investor memandang risiko dividen lebih rendah dibanding risiko *capital gain*. Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan dividen dari masing-masing perusahaan, sehingga pertimbangan manajemen sangat diperlukan. Oleh karena itu, pihak manajemen perlu untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan.

Juma'h dan Pacheco (2008) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa profitabilitas merupakan faktor penentu penting bagi kebijakan dividen. Profitabilitas perusahaan adalah salah satu

cara untuk menilai secara tepat sejauh mana tingkat pengembalian yang akan didapat dari aktivitas investasinya. Bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis profitabilitas ini, salah satunya bagi pemegang saham akan melihat keuntungan yang benar-benar akan diterima dalam bentuk dividen. Hal ini karena perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungannya, semakin besar dividennya. Modigliani dan Miller (1961) dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa profitabilitas berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen perusahaan (Hery, 2013). Hal ini juga didukung oleh penelitian Haryetti dan Ekayanti (2012).

Leverage adalah penggunaan aset dan sumber dana (*sources of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan pemegang saham (Handayani, 2010). Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh utang menyebabkan pihak manajemen memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Perusahaan yang memiliki rasio utang yang lebih besar seharusnya membagikan lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi

keajiban. Hasil penelitian Handayani (2010) menyimpulkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, sementara itu hasil penelitian Suharli dan Oktorina (2005) menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Faktor lainnya yang diperkirakan berpengaruh terhadap kebijakan dividen adalah *collateralizable assets*. Fauz dan Rosidi (2007) menyatakan bahwa *collateralizable assets* adalah aset yang dapat dijaminkan kepada kreditor untuk menjamin pinjaman perusahaan. Perusahaan yang memiliki lebih banyak aset yang bersifat *collateral* memiliki *agency problem* yang lebih kecil antara kreditor dengan pemegang saham karena aset demikian bisa berfungsi sebagai jaminan atas utang, sehingga *agency cost* pun bisa ditekan. Mengingat *collateralizable assets* berfungsi memperkecil *agency problem* yang dapat menurunkan *agency cost* maka diharapkan besarnya *collateralizable assets* yang dimiliki oleh perusahaan akan berhubungan positif dengan dividen (Titman & Wessels, 1988). Pendapat yang berbeda dikemukakan oleh Lamsihar (2011). Menurutnya, semakin besar *collateralizable assets* berarti semakin besar dana perusahaan yang dikeluarkan untuk pemeliharaan aset-aset tersebut, sehingga

semakin kecil dividen yang dibagikan. Pendapat tersebut didukung oleh hasil penelitian Arifanto dan Prasetiono (2011) yang menunjukkan bahwa *collateralizable assets* berhubungan negatif terhadap kebijakan dividen.

Perusahaan yang memiliki *investment opportunity set* (IOS) tinggi memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi (Hery, 2013). Tingkat pertumbuhan yang tinggi diasosiasikan dengan penurunan dividen. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi, untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai dari sumber internal yang dapat menyebabkan penurunan pembayaran dividen. Ross (1977) dan Bathacharya (1979) mengemukakan hal yang berbeda dengan pendapat tersebut, yaitu perusahaan dengan investasi yang menguntungkan dapat membayar dividen yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang investasinya kurang menguntungkan (Juma'h & Pacheco, 2008). Pendapat tersebut didukung oleh penelitian Sari (2010) bahwa IOS memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

TINJAUAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Juma'h dan Pacheco (2008) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa profitabilitas merupakan faktor penentu penting bagi keputusan dividen tunai. Semakin besar profitabilitas mensinyalir bahwa kinerja perusahaan semakin meningkat karena tingkat kembalian investasi (*return*) yang semakin besar, dengan demikian meningkatnya profitabilitas juga akan meningkatkan pendapatan dividen terutama dividen kas. Begitu pula sebaliknya, semakin rendah profitabilitas suatu perusahaan, maka semakin kecil kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Hasil penelitian Haryetti dan Ekayanti (2012) menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian Marpaung dan Hadianto (2009) serta Suharli (2007) bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya maka hipotesis yang akan diuji adalah

H1 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Besarnya *leverage* (utang) akan mempengaruhi *kebijakan dividen*. Peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban suatu perusahaan, maka akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Apabila perusahaan menentukan bahwa pelunasan hutang akan diambil dari laba ditahan, maka perusahaan harus menahan sebagian besar pendapatan dari aktivitas operasionalnya untuk keperluan membayar hutang tersebut, yang berarti hanya sebagian kecil saja yang pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai dividen.

Hasil penelitian Rachmad dan Muid (2013) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara itu, hasil penelitian Suharli dan Oktorina (2005) menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi, hasil penelitian Halim (2013) dan Handayani (2010) mendukung hasil penelitian Rachmad dan Muid (2013) bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan pertimbangan tersebut maka hipotesis yang akan diuji adalah :

H2 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Collateralizable Assets* terhadap Kebijakan Dividen

Collateralizable assets yang tinggi akan menurunkan *agency problem* antara pemegang saham dan kreditor (Arfan & Maywindlan, 2013). Tingginya aset yang dapat dijaminakan akan meningkatkan rasa percaya kreditor bahwa perusahaan dapat membayar kewajibannya sehingga kreditor tidak akan memberikan batasan yang ketat untuk perusahaan dalam membagikan dividen kepada pemegang saham. Jadi semakin tinggi *collateralizable assets* maka dividen yang dibayarkan semakin besar. *Collateralizable assets* akan berhubungan positif terhadap kebijakan dividen, hal ini sesuai dengan penelitian Arfan dan Maywindlan (2013).

Berbeda dengan hasil penelitian tersebut, hasil penelitian Arifanto dan Prasetyono (2011) menunjukkan bahwa *collateralizable assets* berhubungan negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian Auditta, Sutrisno, dan Achsin (2014) serta Lamsihar (2011) serta juga menunjukkan bahwa *collateralizable assets* berhubungan negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini memberi makna bahwa semakin besar *collateralizable assets* semakin kecil dividen yang

dibagikan. Temuan ini juga memberi makna bahwa perusahaan di Indonesia yang mempunyai *collateralizable assets* yang besar akan mengeluarkan biaya yang besar untuk pemeliharaan *collateralizable assets* tersebut. Berdasarkan pertimbangan tersebut maka hipotesis yang akan diuji :

H3 : *Collateralizable assets* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Semakin besar peluang investasi perusahaan, maka akan semakin kecil tingkat pembayaran dividen (Hery, 2013) karena dalam meningkatkan pertumbuhan perusahaan senantiasa membutuhkan dana yang tidak sedikit. Perusahaan akan cenderung akan menahan sebagian laba bersihnya untuk melakukan investasi atau ekspansi dan akan mengurangi distribusi laba dalam bentuk dividen. Adapun penelitian Marpaung dan Hadianto (2009) dan Putri (2013) menunjukkan hasil yang berbeda yaitu IOS memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian Sari (2010) juga mendukung hasil penelitian tersebut. Berdasarkan kesimpulan penelitiannya, perusahaan yang mapan dan berada pada tahap dewasa (*mature*) 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 shareholders*). Berdasarkan pertimbangan tersebut maka hipotesis yang akan diuji :

H4 : IOS berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel yang dibatasi hanya pada anggota populasi yang memiliki kriteria khusus/spesifik dengan harapan dapat memberikan informasi yang relevan bagi penelitian (Greene, 2003). Kriteria pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berturut-turut pada tahun 2010 hingga 2013.
2. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangannya pada situs resmi BEI secara lengkap dari tahun 2010 hingga 2013.
3. Laporan keuangan perusahaan tidak menggunakan mata uang asing.

4. Perusahaan membagikan dividen tunai secara konsisten pada tahun 2010 hingga 2013.

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder berasal dari literatur-literatur yang mendukung penelitian. Data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), *database* laporan keuangan perusahaan manufaktur yang dikeluarkan per 31 Desember 2010 sampai dengan 31 Desember 2013 yang diakses melalui situs BEI, serta literatur pendukung lainnya.

Definisi Operasionalisasi Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini terdiri atas variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen sedangkan variabel independen adalah profitabilitas, *leverage*, *collateralizable assets*, dan *ios*. Kebijakan dividen merupakan pembuatan keputusan besarnya dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham (Hery, 2013). Ang (1997) mengatakan bahwa kebijakan dividen dapat diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) yang merupakan perbandingan antara *dividen per share*

dengan *earning per share*. Menurut Nizar dan Syahrul (2011), DPR merupakan persentase laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai atau perbandingan antara laba yang dibayar dalam bentuk dividen dengan jumlah laba per saham yang tersedia bagi pemegang saham. DPR menunjukkan besarnya laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi DPR suatu perusahaan maka semakin tinggi pula jumlah laba yang akan dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham. Rumus menghitung DPR (Nizar & Syahrul, 2011) yaitu :

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

Rasio profitabilitas mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi (Sartono,2000). Semakin baik rasio profitabilitas maka semakin baik menggambarkan kemampuan tingginya perolehan keuntungan perusahaan. Rasio profitabilitas ini contohnya adalah *return on assets (ROA)*, *return on equity (ROE)*, dan *net profit margin (NPM)*. Profitabilitas dalam penelitian ini diukur menggunakan ROA. ROA merupakan ukuran efektivitas

perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan dalam menghasilkan keuntungan untuk kegiatan operasi (Ang, 1997). ROA menggambarkan besarnya laba yang dapat dihasilkan dari setiap aktiva yang dimiliki perusahaan. Menurut Ang (1997) ROA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Assets}}$$

Rasio *leverage* adalah rasio yang mengukur sampai seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang (Sartono, 2000). Contoh dari rasio ini adalah *debt ratio* dan *debt to equity ratio (DER)*. *Leverage* dalam penelitian ini diukur menggunakan DER. Menurut Sartono (2000), DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang, yang dapat dihitung dengan rumus :

$$DER = \frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Equity}}$$

Collateralizable assets adalah besarnya aktiva yang dapat dijamin oleh perusahaan kepada kreditor (Fauz & Rosidi, 2007). Semakin tinggi *collateralizable assets* maka akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditor, tetapi semakin tinggi *collateralizable assets* juga

dapat menyebabkan biaya pemeliharaan aktiva tersebut menjadi tinggi dan dapat mengurangi pembayaran dividen. Pujiastuti (2008) mengungkapkan bahwa *collateralizable assets* dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{Collateralizable assets} = \frac{\text{Total Fix Assets}}{\text{Total Assets}}$$

IOS merupakan pilihan-pilihan investasi di masa yang akan datang (Myers, 1977). Proksi IOS yang digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan digolongkan menjadi 3 jenis (Kallapur & Trombley, 2001). Proksi tersebut meliputi proksi IOS berbasis pada harga, proksi IOS berbasis pada investasi, dan proksi IOS berbasis pada varian.

Proksi IOS berbasis pada harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Rasio-rasio yang berkaitan dengan proksi berbasis harga adalah antara lain *market to book value of asset* (MBVA), *market to book value of equity* (MBVE), dan *firm value to book value property, plant and equipment* (VPPE). Proksi yang kedua yaitu IOS berbasis pada investasi, merupakan proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Rasio yang berkaitan antara lain *capital expenditure to book value asset*

(CAPBVA), *capital expenditure to market value of assets* (CAPMVA), dan *current assets to net sales*.

Proksi IOS yang ketiga yaitu proksi IOS berbasis pada varian (*variance measurement*), 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 aktiva. Rasio yang berkaitan antara lain *variance of total return* (VARRET) dan *market model beta*. Adapun IOS dalam penelitian ini diukur menggunakan MBVE dari proksi IOS berbasis harga. Menurut Kallapur dan Trombley (2001) MBVE merupakan perbandingan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas perusahaan yang dapat diukur dengan rumus :

$$\text{MBVE} = \frac{(\text{Jumlah Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham})}{\text{Total Ekuitas}}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini merupakan data *panel* yang diukur selama empat tahun. Perusahaan yang telah memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan dapat digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini berjumlah 32 perusahaan. Adapun total observasi terpilih yaitu sebanyak 128. Adapun dalam bab ini akan dijelaskan

lebih lanjut mengenai analisis data, hasil pengolahan data dan pembahasan mengenai hasil pengelolaan data tersebut. Pengolahan data digunakan dengan menggunakan *software* statistik Eviews 6 yang digunakan untuk mengolah data statistik dan data ekonometri.

Uji Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil analisis deskripsi statistik, maka akan ditampilkan karakteristik sampel yang digunakan di dalam penelitian ini. Karakteristik sampel tersebut meliputi jumlah sampel (*observations*), rata-rata sampel (*mean*), nilai maksimum, nilai minimum serta standar deviasi untuk masing-masing variabel. Karakteristik tersebut dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel Uji Statistik Deskriptif

	KD	PROFIT	LEV	COLLAS	IOS
Mean	0.487805	0.174163	0.726811	0.347701	5.403240
Median	0.445650	0.137200	0.525000	0.314500	2.745550
Maximum	1.174200	0.715100	3.190000	0.988600	46.59350
Minimum	0.104400	0.007400	0.050000	0.050700	0.136700
Std. Dev	0.257763	0.117387	0.588429	0.195480	7.435690
Observations	128	128	128	128	128

Tabel di atas menunjukkan bahwa jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 128 sampel. Pada tabel di atas dapat terlihat bahwa kebijakan dividen, profitabilitas, *leverage*, dan *collateralizable assets* memiliki sebaran yang tidak begitu besar, karena standar deviasi lebih kecil dari nilai rata-ratanya (*mean*). Sementara itu IOS memiliki sebaran yang besar karena standar deviasi lebih besar dari *mean*.

Uji Normalitas

Uji normalitas data dapat dilakukan dengan uji Jarque-Bera (Gujarati 2006). Uji Jarque-Bera dilakukan dengan perumusan hipotesis yaitu H_0 (data berdistribusi secara tidak normal) dan H_1 (data berdistribusi secara normal). H_0 ditolak apabila nilai probabilitas Jarque-Bera $> \alpha = 0.05$.

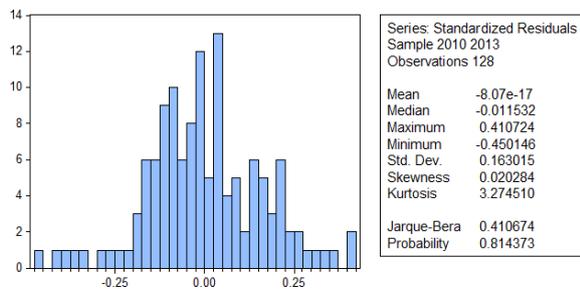


Diagram Uji Normalitas

Hasil uji Jarque-Bera menunjukkan bahwa nilai probabilitas Jarque-Bera sebesar 0.814373. Artinya H_0 ditolak dan H_1 diterima karena nilai probabilitas Jarque-Bera $> \alpha = 0.05$. Maka dapat disimpulkan bahwa model regresi telah memenuhi syarat uji normalitas karena telah terdistribusi dengan normal.

Hasil Pengujian Hipotesis

Analisis Nilai Statistik t

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual terhadap variabel dependen (Ghozali, 2013). Berdasarkan *output* hasil olah data menggunakan program Eviews 6 dapat diketahui dan dianalisis hubungan dari masing-masing variabel independen yaitu PROFIT, LEV, COLLAS, dan IOS terhadap variabel dependen yaitu KD. *Output* tersebut dapat dilihat pada tabel berikut:

Hasil Perhitungan Regresi

Dependent Variable: KD

Method: Panel Least Squares

Date: 02/21/15 Time: 17:25

Sample: 2010 2013

Periods included: 4

Cross-sections included: 32

Total panel (balanced) observations: 128

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.283190	0.039835	7.109024	0.0000
PROFIT	1.043186	0.159358	6.546177	0.0000
LEV	0.003151	0.026276	0.119929	0.9047
COLLAS	-0.152628	0.076979	-1.982719	0.0496
IOS	0.013642	0.002528	5.395399	0.0000
R-squared	0.600041	Mean dependent var	0.487805	
Adjusted R-squared	0.587034	S.D. dependent var	0.257763	
S.E. of regression	0.165644	Akaike info criterion	-0.719667	
Sum squared resid	3.374883	Schwarz criterion	-0.608260	
Log likelihood	51.05871	Hannan-Quinn criter.	-0.674402	
F-statistic	46.13292	Durbin-Watson stat	1.900675	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Berdasarkan tabel 4.3 tersebut, dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut :

$$KD = 0.283190 + 1.043186 \text{ PROFIT} + 0.003151 \text{ LEV} - 0.152628 \text{ COLLAS} + 0.013642 \text{ IOS} + e$$

Hasil analisis regresi pada tabel 4.3 menunjukkan bahwa koefisien konstanta sebesar 0.283190 memiliki nilai positif, ini dapat diartikan bahwa KD akan bernilai 0.283190 apabila masing-masing variabel PROFIT, LEV, COLLAS, dan

IOS memiliki nilai 0. Hasil analisis regresi pada tabel 4.3 juga menunjukkan bahwa 3 variabel independen yaitu PROFIT, COLLAS, dan IOS berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen. Adapun variabel LEV

tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sementara itu, nilai *akaike info criterion* yaitu sebesar -0.719667 menunjukkan nilai yang negatif. *Akaike info criterion* digunakan untuk menguji kelayakan model, semakin kecil nilai akaike maka semakin baik model analisis yang digunakan, positif atau negatif tidak menjadi masalah (Unit Pengembangan Fakultas Ekonomika Universitas Diponegoro, 2011). Semakin baik variabel independen menjelaskan variabel dependen maka nilai akaike akan semakin negatif (SAS Support Communities, 2012).

Variabel PROFIT atau profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari nilai t yaitu sebesar 6.546177 dengan signifikansi sebesar 0.0000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha=0.05$). Oleh karena itu penelitian ini menerima hipotesis pertama yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif dari profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

Variabel LEV atau *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari nilai t yaitu sebesar 0.119929 dengan signifikansi sebesar 0.9047 yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha=0.05$). Oleh karena itu penelitian ini

menolak hipotesis kedua yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif dari *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Variabel COLLAS atau *collateralizable assets* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari nilai t sebesar -1.982719 dengan signifikansi sebesar 0.0496 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha=0.05$). Oleh karena itu penelitian ini menerima hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif dari *collateralizable assets* terhadap kebijakan dividen.

Variabel IOS berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari nilai t yaitu sebesar 5.395399 dengan signifikansi sebesar 0.0000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang digunakan ($\alpha=0.05$). Oleh karena itu penelitian ini menerima hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif dari IOS terhadap kebijakan dividen.

Analisis Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (*adjusted R^2*) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependennya. Nilai *adjusted R^2* yang mendekati satu berarti

variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Tabel 4.3 menunjukkan bahwa nilai *adjusted R²* sebesar 0.587034 . Hal ini menunjukkan bahwa model persamaan ini mampu menjelaskan variasi variabel dependen yaitu kebijakan dividen sebesar 58.70% sedangkan sisanya sebesar 41.30% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

Pembahasan

Variabel profitabilitas memiliki koefisien positif dan signifikan. Hal ini berarti profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, semakin besar profitabilitas perusahaan maka kebijakan dividen akan semakin meningkat. Profitabilitas yang meningkat mengindikasikan bahwa keuntungan dan kinerja perusahaan semakin meningkat yang merupakan sinyal positif bagi investor yang berinvestasi di perusahaan tersebut. Kinerja perusahaan yang meningkat akan mengakibatkan peningkatan kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen kepada investor. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* yang diungkapkan oleh Bhattacharya (1979) bahwa tingginya dividen yang dibagikan menunjukkan

tingginya kinerja perusahaan (Hery, 2013). Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Haryetti dan Ekayanti (2012), Marpaung dan Hadianto (2009), serta Suharli (2007) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Variabel *leverage* memiliki koefisien positif namun tidak signifikan yang berarti bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dapat disimpulkan bahwa hutang yang dimiliki perusahaan manufaktur di Indonesia tidak menjadi faktor penentu kebijakan dividen perusahaan karena perusahaan lebih berorientasi pada keuntungan yang didapat untuk menentukan dividen yang dibayarkan kepada investor. Secara makro, pada tahun 2008 terjadi krisis keuangan global yang berdampak pada tingginya kurs dollar Amerika terhadap rupiah dan tingginya inflasi yang mengakibatkan lemahnya rupiah dan perekonomian Indonesia sehingga perusahaan di Indonesia cenderung untuk mengurangi bahkan tidak membagikan dividen kepada pemegang saham karena dana yang tersedia digunakan untuk membayar bunga dari hutang yang dimiliki perusahaan. Pada tahun-tahun setelahnya krisis global mulai meredup dan perekonomian Indonesia sempat lebih baik namun pada tahun 2013 krisis

global kembali melanda yaitu akibat krisis di Eropa dan Cina, tetapi kenyataannya adalah banyak perusahaan manufaktur di Indonesia yang tetap membagikan dividen.

Hal ini menunjukkan bahwa hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, Adapun pembagian dividen ini bertujuan untuk menunjukkan *image* perusahaan yang baik di mata investor bahwa perusahaan dapat tetap membagikan dividen ataupun meningkatkan jumlah dividen yang dibagikan walaupun saat terjadi krisis. Hal ini mendukung *signaling theory* dan merupakan sinyal positif bagi investor karena menunjukkan prospek perusahaan yang baik di masa mendatang. Adapun hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Rachmad dan Muid (2013), Handayani (2010) dan Halim (2013). Akan tetapi hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Suharli dan Oktorina (2005) yang menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Variabel *collateralizable assets* memiliki koefisien negatif dan signifikan. Hal ini berarti *collateralizable assets* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, semakin besar *collateralizable assets* maka kebijakan dividen akan semakin kecil. Hasil penelitian ini

memberi makna bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia yang mempunyai *collateralizable assets* yang besar akan mengeluarkan biaya yang besar untuk pemeliharaan *collateralizable assets* tersebut. Hal tersebut mendukung *agency theory* bahwa manajemen perusahaan memiliki keputusan yaitu menggunakan sebagian laba untuk biaya pemeliharaan *collateralizable assets* sehingga jumlah dividen yang dibagikan pun akan berkurang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Arifanto dan Prasetyono (2011), Lamsihar (2011) serta Auditta, Sutrisno, dan Achsin (2014) yang menunjukkan bahwa *collateralizable assets* berhubungan negatif terhadap kebijakan dividen.

Variabel IOS atau set kesempatan investasi memiliki koefisien positif dan signifikan. Hal ini berarti IOS berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, semakin besar IOS perusahaan maka kebijakan dividen akan semakin meningkat. Hal ini bertentangan dengan teori yang dikemukakan Miller dan Modigliani (1961) yaitu teori dividen residual (Hery, 2013). Menurut teori tersebut, perusahaan akan membayar dividen hanya ketika ada sisa laba yang tidak digunakan perusahaan untuk berinvestasi sehingga IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Adapun hasil penelitian yang menunjukkan IOS berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen mendukung *signaling theory* yaitu semakin besar IOS akan memberikan sinyal positif kepada investor karena investasi yang dilakukan perusahaan manufaktur di Indonesia merupakan investasi yang menguntungkan dan membuat perusahaan dapat membayarkan dividen secara stabil kepada investor. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia yang konsisten membayarkan dividen telah mapan dan berada pada tahap *mature*. Perusahaan yang *mature* telah memiliki banyak cadangan laba untuk diinvestasikan kembali tanpa harus mengurangi proporsi dividen bagi pemegang saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Marpaung dan Hadianto (2009), Sari (2010), dan Putri (2013).

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini mencoba untuk menganalisis dan memberi bukti empiris mengenai pengaruh profitabilitas, *leverage*, *collateralizable assets*, dan IOS terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode

2010-2013. Total observasi yaitu sebanyak 128. Berdasarkan hasil olah data penelitian yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa :

1. Profitabilitas dalam penelitian ini berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
2. *Leverage* dalam penelitian ini tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
3. *Collateralizable assets* dalam penelitian ini berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.
4. IOS dalam penelitian ini berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini tidak terlepas dari keterbatasan-keterbatasan yang dimiliki oleh peneliti. Pertama, periode penelitian ini hanya selama 4 tahun yaitu 2010-2013. Kedua, penelitian ini hanya menggunakan satu pengukuran IOS yaitu pengukuran dari proksi berbasis harga. Ketiga, penelitian ini hanya berfokus pada perusahaan yang konsisten melakukan pembayaran dividen sehingga hasil penelitian tidak dapat digunakan untuk mengetahui alasan mengapa terdapat perusahaan yang tidak membayarkan dividen secara konsisten.

Saran

Penelitian selanjutnya diharapkan memperhatikan hal-hal berikut :

1. Memperbanyak jumlah sampel dengan memperpanjang periode penelitian sehingga hasil penelitian lebih handal.
2. Menambah dan menggunakan pengukuran IOS yang lain yaitu pengukuran dari proksi IOS berbasis pada investasi dan proksi IOS berbasis pada varian.
3. Menggunakan variabel *dummy* untuk membedakan perusahaan yang membayar dengan tidak membayar dividen untuk menganalisis mengapa terdapat perusahaan yang tidak membayar dividen.
4. Menambah variabel-variabel independen lain yang dapat berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, R. (1997). *Buku Pintar : Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesia Capital Market)*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Arfan, M. & Maywindlan, T. (2013). Pengaruh arus kas bebas, collateralizable assets, dan kebijakan utang terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi*, 6 (2), 194-208.
- Arifanto, N.I. & Prasetyono. (2009). Agency cost terhadap dividend payout ratio. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi Universitas Diponegoro*, 9 (2), 141-157.
- Auditta, I.G., Sutrisno, & Achsin, M. (2014). Pengaruh agency cost terhadap kebijakan dividen. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 12, (2), 284-294.
- Fauz, A. & Rosidi (2007). Pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, dan Collateral Asset terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, 8 (2), 259-267.
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Greene, W. H. (2003). *Econometrics Analysis* (5th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
- Gujarati, D. (2006). *Dasar-dasar Ekonometrika*. Jakarta: Erlangga.
- Halim, J.J. (2013). Faktor-Faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada sektor industri barang konsumsi periode 2008-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2 (2).
- Haryetti & Ekayanti, A. (2012). Pengaruh profitabilitas, investment opportunity set, dan pertumbuhan perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi*, 20 (3).

- Handayani, D. (2010). *Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2007*. Skripsi. Universitas Diponegoro.
- Hery. (2013). *Rahasia Pembagian Dividend & Tata Kelola Perusahaan*. Yogyakarta: Penerbit Gava Media.
- Institute for Economic and Financial Research (ECFIN). (2011), *Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2010*. Jakarta: PT Bursa Efek Jakarta.
- Institute for Economic and Financial Research (ECFIN). (2012), *Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2011*. Jakarta: PT Bursa Efek Jakarta.
- Institute for Economic and Financial Research (ECFIN). (2013), *Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2012*. Jakarta: PT Bursa Efek Jakarta.
- Institute for Economic and Financial Research (ECFIN). (2014), *Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2013*. Jakarta: PT Bursa Efek Jakarta.
- Juma'h, A.H. & Pacheco, C.J.O. (2008). The financial factors influencing cash dividend policy: A sample of U.S. manufacturing companies. *Inter Metro Business Journal*, 4 (2).
- Kallapur, S. & Trombley, M.A. (2001). The Investment Opportunity Set : Determinants, Consequences, and Measurements. *Managerial Finance*, 27, 3-15.
- Lamsihar, E.M.H. (2011). *Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada industri barang konsumsi di BEI*. Skripsi. Fakultas Ekonomi Universitas Sumatera Utara.
- Marpaung, E.I. & Hadiano, B. (2009). Pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen. *Jurnal Akuntansi*, 1 (1), 70-84.
- Melani, A. (2013). *Tak bagi dividen, BEI minta penjelasan emiten*. February 1, 2013. <http://pasarmodal.inilah.com/read/detail/1953627/tak-bagi-dividen-bei-minta-penjelasan-emiten>
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 145-175.
- Nizar, M.A. & Syahrul. (2011). *Kamus Akuntansi*. Jakarta: H. Ruswoyo Solekhan.
- Pujiastuti, T. (2008). Agency cost terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur dan jasa yang go public di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 12 (2), 183-197.
- Putri, D.A. (2013). Pengaruh investment opportunity set, kebijakan utang, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. *Jurnal Manajemen*, 2 (2)
- Rachmad, A.N. & Muid, D. (2013). Pengaruh struktur kepemilikan, leverage, dan return on assets (ROA) terhadap kebijakan dividen (Studi empiris pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Diponegoro Journal of Accounting*, 2 (3), 1-11.

- Sari, N.I. (2012). *Selama 10 tahun, 55 emiten tak pernah bagi dividen*. November 26, 2012. <http://www.merdeka.com/uang/selama-10-tahun-55-emiten-tak-pernah-bagi-hasil.html>
- Sari, N.I. (2013). *Tak bagi dividen ke pemegang saham, emiten dikenakan denda*. February 22, 2013. <http://www.merdeka.com/uang/tak-bagi-dividen-ke-pemegang-saham-emiten-dikenakan-denda.html>
- Sari, R.F. (2010). *Analisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen*. Skripsi. Universitas Sebelas Maret Surakarta.
- Sartono, A. (2000). *Ringkasan Teori Manajemen Keuangan; Soal dan Penyelesaiannya*. Yogyakarta: BPFE.
- SAS Support Communities. (n.d). *Best AIC*. November 30, 2012. <https://communities.sas.com/message/146361>
- Suharli, M. (2007). Pengaruh profitability dan investment opportunity set terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9 (1), 9-17.
- Suharli, M. & Oktorina, M. (2005). Memprediksi tingkat pengembalian investasi pada equity securities melalui rasio profitabilitas, likuiditas, dan hutang pada perusahaan publik di Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi*, 8, 288-296.
- Titman, S. & Wessles, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43 (1), 1-19
- Unit Pengembangan Fakultas Ekonomika Universitas Diponegoro. (2011). *Modul Eviews 6*. Semarang: Author.