

**PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS), LEVERAGE
DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
DENGAN LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL MODERASI
(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode
2011-2014)**

Istiyannah

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta
Jl. Lingkar Selatan, Tamantirto, Kasihan Bantul, Yogyakarta 55183

Phone (0274) 387656, fax (0274) 387656/387649

email: istiyannah0101@yahoo.co.id

ABSTRACT

The study aims to test the influence of investment opportunity set (IOS), leverage and probability of the dividend policy using liquidity as a moderating variabel. The object/subject in this study is the whole manufacturing companies are listed in the Indonesia stock exchange. In this study sample off 116 companies were selected using purposive sampling. Analysis tool used in this study is multiple regression using SPSS.

Based on analysis that have been made the result showed there was no influence between investment opportunity set (IOS) with dividend policy, there was no influence between leverage with the dividend policy, there is a positive influence between the profitability of the dividend policy. This shows that investment opportunity set (IOS) and leverage to reduce the payment of dividends, profitability will increase the dividend payment, liquidity not moderate the influence between investment opportunity set (IOS) and leverage with the dividend policy, but liquidity moderate the influence between profitability with the dividend policy.

Keywords: Investment Opportunity Set, Leverage, Profitability, Dividend Policy, Liquidity.

PENDAHULUAN

Dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham disamping *capital gain*. Bahkan dividen yang diterima saat ini akan mempunyai nilai yang lebih tinggi daripada *capital gain* yang akan diterima di masa yang akan datang. Bagi para pemegang saham dividen merupakan *return* (tingkat pengembalian) atas saham yang dimilikinya dalam perusahaan tersebut dengan jangka waktu tertentu. Untuk mengetahui seberapa besar laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham perlu adanya kebijakan dividen yang ditentukan oleh perusahaan. Kebijakan dividen ini sangat penting untuk diperhatikan dan dipertimbangkan dalam perusahaan

karena berkaitan dengan laba yang akan dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham atau menahannya untuk diinvestasikan kembali oleh perusahaan.

Menentukan jumlah pendapatan untuk membayar dividen merupakan salah satu tugas yang paling penting yang harus dilaksanakan oleh para manajer keuangan perusahaan. Biasanya hal tersebut menimbulkan konflik keagenan, konflik terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer keuangan dan pemegang saham. Manajer keuangan harus mengelola kebijakan pembayaran dividen yang bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham sambil memberikan pembiayaan yang memadai bagi perusahaan, namun pihak manajer cenderung membuat keputusan yang tidak optimal karena manajer tidak menanggung risiko dalam mengamankan investasi pemegang saham.

Salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk meminimalkan masalah keagenan adalah dengan menggunakan dividen. Dividen berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, karena dengan pembayaran dividen pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka sehingga akan mengurangi adanya konflik (Novelma, 2014). Mengingat pentingnya kebijakan pembayaran dividen, pemahaman yang tepat mengenai faktor-faktor penentu kebijakan pembayaran dividen sangat diperlukan. Dalam penelitian ini, faktor-faktor yang menjadi penentu kebijakan dividen adalah kesempatan investasi (IOS), *leverage* (DER), profitabilitas serta likuiditas.

Investment Opportunity Set (IOS) adalah proyek-proyek yang berpotensi menguntungkan perusahaan dan dapat dimanfaatkan untuk keuntungan ekonomi. Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi dengan banyak peluang investasi cenderung membayar dividen rendah karena mereka memiliki kegunaan yang menguntungkan untuk modal. Ketika perusahaan ingin melakukan investasi tanpa ekuitas baru, mereka akan mempertimbangkan keuangan perusahaan mereka di struktur modal khususnya *leverage* dan juga kebijakan pembayaran dividen untuk memastikan bahwa dana yang cukup tersedia untuk melakukan investasi.

Kebijakan hutang (*leverage*) merupakan kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan dalam rangka memperoleh sumber pendanaan untuk membiayai kewajiban finansialnya (hutang). Kebijakan hutang juga merupakan salah satu kebijakan pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan. Namun, keterkaitan antara kebijakan hutang dengan profitabilitas perusahaan yang menyatakan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan akan menurunkan hutangnya.

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan atau laba bersih yang berhasil diperoleh selama masa operasional perusahaan. Sebagian dari keuntungan bersih tersebut akan dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham. Sedangkan Likuiditas merupakan suatu indikator mengenai kemampuan perusahaan membayar semua kewajiban finansial jangka pendek pada saat jatuh tempo dengan menggunakan aktiva lancar yang tersedia. Likuiditas tidak hanya berkenaan dengan

keadaan keseluruhan keuangan perusahaan, tetapi juga berkaitan dengan kemampuannya mengubah aktiva lancar tertentu menjadi uang kas.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen?
2. Apakah *leverage* (DER) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen?
3. Apakah profitabilitas (ROA) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen?
4. Apakah *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas?
5. Apakah *leverage* (DER) berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas?
6. Apakah profitabilitas (ROA) berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas?

KAJIAN TEORI

Teori Keagenan

Posisi manajer adalah sebagai agen yang bertujuan untuk memberikan kekayaan kepada principal atau pemilik perusahaan. Dalam hubungan ini pemilik menuntut pengembalian investasi yang mereka percayakan untuk dikelola oleh manajer. Untuk itu, manajer harus memberikan pengembalian yang memuaskan pemilik perusahaan. Kinerja yang baik akan berpengaruh positif pada kompensasi yang mereka terima, dan sebaliknya kinerja yang buruk akan berpengaruh negatif (Novelma, 2014).

Keagenan potensial terjadi bila manajer mempunyai proporsi kepemilikan atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer akan bertindak untuk mengejar kepentingan pribadinya dan bukan untuk memaksimalkan nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Hal tersebut merupakan akibat dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan.

Teori Arus Kas Bebas

Arus kas bebas mengacu pada uang yang tidak ditahan dan diinvestasikan kembali dalam aktiva tetap atau modal kerja sehingga tersedia untuk investor. Ini adalah arus kas yang tersedia bagi pemegang saham setelah dana investasi yang menguntungkan bagi kelangsungan bisnis. Oleh karena itu, arus kas bebas adalah arus kas yang melebihi uang tunai yang diperlukan untuk mendanai proyek-proyek modal yang menguntungkan.

Perusahaan-perusahaan yang mampu menghasilkan pendapatan yang cukup untuk menutupi pembiayaan investasi melalui operasi bisnis mereka harus

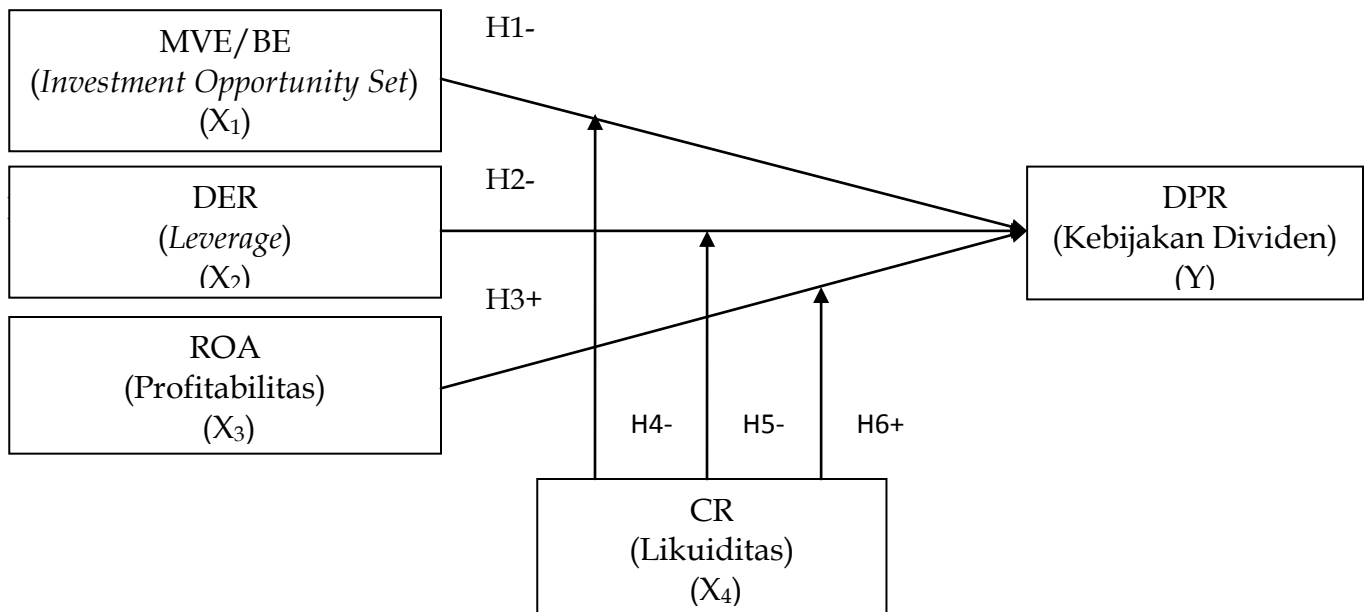
menghabiskan arus kas bebas mereka dalam bentuk dividen (Jensen, (1986) dalam Ardestani et al., (2013)). Menurut teori ini, dengan adanya pembayaran dividen dapat mengurangi arus kas bebas. Selain itu, arus kas bebas juga menyiratkan bahwa hutang mengurangi *free cash flow* karena perusahaan harus melakukan pembayaran bunga dan pokok.

Teori Dividen Tidak Relevan

Pada tahun 1961 Merton Miller dan Franco Modigliani mengusulkan teori ketidakrelevanan dividen yang kini menjadi salah satu teori dasar dalam literatur keuangan perusahaan. Dalam beberapa kondisi di pasar keuangan, teori ini menegaskan bahwa kebijakan keuangan atau dividen perusahaan tidak mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Kondisi tersebut terdiri dari:

- 1) Tidak adanya pajak perusahaan.
- 2) Tidak adanya biaya kontrak, terutama yang berkaitan dengan reorganisasi perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan.
- 3) Adanya kebijakan investasi perusahaan tetap.
- 4) Tidak adanya biaya informasi, yakni informasi yang *reliable* tentang prospek pendapatan perusahaan yang secara bebas tersedia bagi investor.
- 5) Tidak adanya asimetri informasi, manajemen tahu tentang masa depan tidak berbeda secara signifikan dari apa yang investor tahu. (Barclay, et al., 1995) dalam Sarmento, dkk., (2014)..

Model Penelitian



Gambar 2.1 Model Penelitian

Hipotesis

Investment opportunity set (IOS) adalah kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Penelitian mengenai IOS pertama kali dilakukan oleh Myers (1977) yang menjelaskan kombinasi antara aktiva riil terhadap opsi investasi di masa depan, sedangkan Smith and Watts (1992) meneliti proporsi hubungan antara IOS dengan kebijakan pendanaan, dividen dan kompensasi. Hasil penelitiannya memberikan bukti bahwa perusahaan yang bertumbuh mempunyai hutang yang lebih kecil, membayar dividen yang lebih rendah dan membayar kompensasi kepada manajer yang lebih besar (Tjandra, 2005 dalam Nursafitri, 2013).

Menurut Hartono (2003) kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS) menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Berdasarkan definisi tersebut pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa datang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan yang hilang.

Perusahaan yang memiliki IOS tinggi akan memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi juga. 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 perusahaan. Penggunaan sumber dana internal perusahaan tersebut akan menyebabkan penurunan pembayaran dividen. Penurunan pembayaran dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk kepentingan investasi (Nursafitri, 2013). Dengan kata lain bahwa semakin besar laba ditahan, maka kesempatan investasi semakin besar sehingga akan mengakibatkan semakin kecilnya dividen yang akan dibagikan.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007) yang menunjukkan hubungan antara kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen berpengaruh negatif. Hasil penelitian menunjukkan semakin besar kesempatan investasi yang dimiliki maka semakin rendah dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Maka hipotesis pertama penelitian ini adalah:

H1: *Investment opportunity set* (IOS) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Dalam penelitian ini leverage diproksikan oleh *Debt to Equity Ratio* (DER). DER digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan hutang) terhadap total *shareholders equity* yang dimiliki perusahaan. Menurut Brigham dan Ehrhardt dalam Suherli & Harahap (2004) semakin besar *leverage* perusahaan maka cenderung untuk membayar dividennya lebih rendah dengan tujuan untuk mengurangi ketergantungan

pada pendanaan secara eksternal. Sehingga semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya yang akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagikan.

Hal ini sesuai dengan penelitian Prihantoro (2003) yang menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat DER berarti komposisi hutang juga semakin tinggi, maka mengakibatkan semakin rendahnya kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Penelitian ini juga didukung oleh Arimawati (2010) yang mengatakan bahwa DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Maka hipotesis kedua penelitian ini adalah:

H2: Leverage (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan atau laba. Dalam penelitian ini profitabilitas diproksikan oleh *return on asset* (ROA). ROA merupakan tingkat pengembalian atas asset yang telah digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. Profitabilitas dapat memberikan gambaran kepada perusahaan untuk mengetahui besarnya laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan dari aktiva yang dipergunakan.

Menurut Wirjolukito, dkk., dalam Suharli (2007) menyatakan bahwa pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberikan sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dalam membukukan profit. Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Semakin besar keuntungan yang diperoleh maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayar dividen. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sugiarto (2008), Marpaung dan Hadianto (2009), dan Suharli (2007) yang terbukti bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen. Maka hipotesis ketiga penelitian ini adalah:

H3: Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Suharli (2007) menguji pengaruh Profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderating, hasil penelitian menunjukkan likuiditas dapat digunakan sebagai variabel moderating. Pada perusahaan yang menginvestasikan dana lebih banyak akan menyebabkan jumlah dividen tunai yang dibayarkan berkurang, namun likuiditas yang baik mampu mengelemir (memperlemah) hipotesis tersebut. Artinya semakin tinggi kesempatan investasi maka dividen yang dibayarkan cenderung rendah namun jika perusahaan tersebut likuid maka kemampuan perusahaan dalam mendapatkan dana jangka

pendeknya akan lebih mudah, dan dana tersebut dapat digunakan untuk membayar dividen. Likuiditas diartikan sebagai kemampuan perusahaan melunasi seluruh kewajiban jangka pendeknya dan mendanai operasional usahanya (Suharli 2004). Maka hipotesis keempat penelitian ini adalah:

H4: *Investment opportunity set (IOS)* mempengaruhi kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas.

Faktor ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian model sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Semakin besar rasio DER menunjukkan semakin besar kewajibannya dan rasio yang semakin rendah akan menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya.

Apabila perusahaan menentukan bahwa pelunasan hutangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, yang ini berarti hanya sebagian kecil saja pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai dividen. Namun apabila perusahaan tersebut mempunyai tingkat Likuiditas yang baik, hal ini akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan karena perusahaan dapat menunda pembayaran hutang jangka pendeknya (Asriyanti 2014). Maka hipotesis kelima penelitian ini adalah:

H5: *Leverage (DER)* mempengaruhi kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas.

ROA merupakan tingkat pengembalian atas asset yang telah digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan. Hermi (2004) dalam Suharli (2007), mengungkapkan laba diperoleh dari selisih antara harta yang masuk (pendapatan dan keuntungan) dan harta yang keluar (beban dan kerugian). Laba perusahaan tersebut dapat ditahan sebagai saldo laba dan dapat dibagi sebagai dividen. Sehingga secara sederhana dapat ditarik simpulan bahwa perusahaan yang tidak mampu menghasilkan laba maka mustahil membagikan dividen.

Dugaan penelitian ini adalah semakin tinggi profitabilitas maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Perusahaan yang memiliki likuiditas lebih baik maka akan mampu membayar dividen lebih banyak. Pada perusahaan yang membukukan keuntungan lebih tinggi (profitabilitas tinggi), ditambah likuiditas yang lebih baik, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Maka hipotesis keenam penelitian ini adalah:

H6: Profitabilitas (ROA) mempengaruhi kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas.

METODE PENELITIAN

Penentuan Sampel

Obyek dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif yaitu data dalam bentuk angka-angka, dapat dinyatakan dan dapat diukur dengan satuan hitung. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan teknik purposive sampling, yang merupakan teknik pengambilan sampel dengan pertimbangan maupun kriteria tertentu. Adapun pertimbangan maupun kriteria penentuan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang membagikan dividen selama periode pengamatan yaitu dari tahun 2011-2014.
2. Perusahaan manufaktur yang mempunyai data *investment opportunity set* selama periode pengamatan.
3. Perusahaan manufaktur yang mempunyai data tentang hutang dan kebijakan hutang selama periode pengamatan.
4. Perusahaan manufaktur yang mempunyai laba atau profit selama periode pengamatan.
5. Perusahaan manufaktur yang mempunyai data likuiditas selama periode pengamatan.

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung melainkan melalui perantara seperti dokumentasi, yaitu dengan cara mengumpulkan, mencatat, dan mengolah data sekunder berupa laporan keuangan dari perusahaan manufaktur yang terdaftar dan dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *dividend payout ratio* dengan melihat bagian *earning* (pendapatan) yang dibayarkan sebagai dividen kepada investor. Bagian lain yang tidak dibagikan akan diinvestasikan kembali ke perusahaan. (Hanafi, 2004) Rasio pembayar dividen dihitung sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen Per Lembar}}{\text{Laba Bersih Per Lembar}}$$

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *investment opportunity set* (IOS), leverage dan profitabilitas, dan satu variabel moderating yaitu likuiditas.

1. Peluang investasi set (IOS) disebut komponen nilai perusahaan yang dihasilkan dari pilihan untuk membuat investasi masa depan. Proksi berbasis harga merupakan

suatu pengukuran untuk IOS. Adapun proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah MVE/BVE. Rumus peluang investasi yaitu:

$$MVE \ BVE = \frac{Jumlah \ saham \ beredar \times \ closing \ price}{Total \ Ekuitas}$$

- Menurut Ross et al., (2008) dalam Sarmiento, dkk., (2014), *financial leverage* berkaitan dengan sejauh mana suatu perusahaan bergantung pada pembiayaan hutang daripada ekuitas. Semakin banyak hutang yang perusahaan miliki, semakin besar kemungkinan bahwa perusahaan akan menjadi tidak dapat memenuhi kewajiban kontraknya. Rumus leverage yaitu:

$$DER = \frac{total \ hutang}{total \ ekuitas}$$

- Profitabilitas merupakan kemampuan manajemen untuk memperoleh keuntungan atau laba pada tingkat pendapatan, aset dan modal saham tertentu. Rumus profitabilitas yaitu:

$$ROA = \frac{laba \ bersih \ setelah \ pajak}{total \ aset}$$

- Rasio likuiditas adalah rasio yang menunjukkan hubungan antara kas dan aset lancar perusahaan lainnya dengan kewajiban lancarnya. Rumusnya yaitu sebagai berikut:

$$CR = \frac{Aset \ lancar}{Kewajiban \ lancar}$$

Metode Analisis

Pada penelitian ini pengujian model dan dilakukan dengan menggunakan regresi linier berganda (*multiple linear regression method*). Sebelum menggunakan model regresi tersebut digunakan untuk menguji hipotesis, maka terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji normalitas, uji heteroskedastisitas, uji multikolinearitas dan uji autokorelasi. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen sehingga hasil analisis dapat lebih akurat, efisien dan minim akan kelemahan yang terjadi karena adanya gejala asumsi klasik. Dalam penelitian ini, teknik analisis data dilakukan dengan bantuan program SPSS. Model regresi yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$DPR = a + b_1IOS + b_2DER + b_3ROA + b_4IOS.CR + b_5DER.CR + b_6ROA.CR + e_i$$

Keterangan:

DPR = *Dividend Payout Ratio*

a = Konstanta

b = Koefisien Regresi

IOS = *Investment Opportunity Set*

DER	= Debt to Equity Ratio
ROA	= Return On Asset
CR	= Current Ratio
IOS.CR	= Rasio moderating IOS dengan CR
DER.CR	= Rasio moderating DER dengan CR
ROA.CR	= Rasio moderating ROA dengan CR
e	= Error term

Untuk melakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, maka perlu digunakan analisis regresi melalui uji determinasi, uji F dan uji t. Tujuan dilakukannya pengujian hipotesis ini adalah untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen baik secara parsial maupun simultan serta untuk mengetahui besarnya kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Obyek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan selama 4 tahun dari tahun 2011 - 2014. Pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Adapun pemilihan sampel penelitian ini dapat dilihat dalam tabel berikut:

Tabel I Metode Pengambilan Sampel Penelitian

No	Uraian	Tahun			
		2011	2012	2013	2014
1	Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	130	132	136	141
2	Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen tidak secara berturut-turut	50	73	73	75
3	Perusahaan yang memperoleh keuntungan atau laba	112	134	125	123
4	Perusahaan yang memiliki kriteria dan menjadi sampel penelitian	21	29	31	35
Data untuk analisis		116			

Statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai variabel-variabel dalam penelitian yang dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean) dan standar deviasi. Hasil analisis statistik deskriptif dari masing-masing variabel dalam penelitian menggunakan program SPSS disajikan dalam bentuk tabel berikut.

Tabel II Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	116	-0.41667	4.69169	84.0731104	539.48391625
IOS	116	0.26000	4.00884	580087.6166009	3997122.36609
DER	116	0.07088	6.39347	1.0421228	1.09147288
ROA	116	-0.10678	0.75658	0.1175341	0.11045185
CR	116	0.07231	4.17781	50.5846910	407.70750746

Berdasarkan tabel II jumlah sampel yang digunakan dalam melakukan penelitian adalah sebanyak 116 observasi. Diperoleh proporsi kebijakan dividen (DPR) dengan nilai minimum -0.41667, nilai maksimum 4.69169 dan rata-rata nilai sebesar 84.0731104. Peluang investasi (IOS) memiliki nilai minimum 0.26000, nilai maksimum 4.00884 dan rata-rata 580087.6166009. *Leverage* (DER) memiliki nilai minimum 0.07088, nilai maksimum 6.39347, dan rata-rata 1.0421228. Profitabilitas (ROA) memiliki nilai minimum -0.10678, nilai maksimum 0.75658, dan rata-rata 0.1175341. Sedangkan likuiditas (CR) memiliki nilai minimum 0.07231, nilai maksimum 4.17781 dan rata-rata 50.5846910.

Uji Hipotesis

Tabel III Uji t (Parsial)

Variabel	Koefisien Regresi	Standar Error	t-statistik	Sig
Konstanta	299.581	98.100	3.054	0.003
IOS	6.231	0.000	0.229	0.819
DER	-61.076	47.025	-1.299	0.420
ROA	486.065	489.182	-0.994	0.045
IOS_CR	-9.290	0.000	-0.276	0.783
DER_CR	-0.058	0.608	-0.095	0.524
ROA_CR	0.422	2.596	-0.163	0.031
N	: 116			
Variabel Dependen	: Kebijakan Dividen (DPR)			

Pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap kebijakan dividen (DPR).

Hipotesis pertama menguji pengaruh antara *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen. Hasil analisis menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang peneliti ajukan, dimana IOS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin rendah IOS yang dimiliki perusahaan,

tidak menjamin kemampuan perusahaan untuk membayar dividen yang tinggi. Hal ini dapat disebabkan karena perusahaan sudah menyiapkan dana tersendiri dan dana tersebut bisa diperoleh dari laba penjualan tahun lalu. Perusahaan yang mendapatkan keuntungan cukup tinggi terkadang lebih menyukai menggunakan dananya tersebut untuk berinvestasi. Apabila dikaitkan dengan teori kebijakan dividen maka bisa dikaitkan dengan teori dividen residual dimana pembayaran dividen merupakan dana yang tersisa dari peluang investasi yang menguntungkan.

Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nurjanah (2012) yang menyatakan IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Namun hasil penelitian ini tidak sependapat dengan penelitian yang dilakukan oleh Budi Mulyono (2009) yang meneliti tentang pengaruh DER, *insider ownership*, size dan IOS terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dimana hasil penelitiannya IOS berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *leverage* (DER) terhadap kebijakan dividen (DPR).

Pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa DER tidak berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang peneliti ajukan, dimana *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Sumiadji (2011). Semakin banyak utang yang harus dibayar, semakin besar dana yang harus disediakan sehingga mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham (Sutrisno dalam Sumiadji, 2011).

Apabila dikaitkan dengan teori kebijakan dividen maka dapat dikaitkan dengan teori *pecking order* dimana perusahaan akan menggunakan dana internal untuk membayar hutangnya. Perusahaan yang memiliki hutang bukan berarti perusahaan tersebut tidak dapat membayar dividen, karena perusahaan sudah menyiapkan dana tersendiri yang dapat digunakan untuk membayar dividen.

Pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap kebijakan dividen (DPR).

Hasil pengujian hipotesis ketiga yang dilakukan menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis yang peneliti ajukan, dimana profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nurjanah (2012) dan Natalia (2011). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan dengan menggunakan aktiva yang dimiliki perusahaan. Jika kinerja perusahaan dalam menghasilkan keuntungan

meningkat maka semakin tinggi pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada investornya.

Jika dikaitkan dengan teori kebijakan dividen maka dapat dikaitkan dengan teori *signaling hypothesis* dimana perusahaan akan memberi *signal* (tanda) pada pasar untuk menarik investor yang beranggapan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif.

Menurut Brigham (2011) mengatakan bahwa semakin tinggi rasio profitabilitas maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Apabila laba yang diperoleh perusahaan besar, maka dividen yang akan dibagikan kepada investor juga semakin besar. Pembagian dividen yang besar akan menarik para investor untuk berinvestasi karena investor melihat perusahaan memiliki laba yang cukup untuk membayar tingkat keuntungan yang disyaratkan dan masa depan perusahaan cukup menjanjikan.

Pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi.

Pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan likuiditas bukan variabel moderasi. Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang peneliti ajukan, dimana IOS mempengaruhi kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas. Michell Suharli (2007) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki likuiditas lebih baik maka akan mampu membayar dividen lebih banyak. Pada perusahaan yang menggunakan dana untuk investasi lebih banyak akan menyebabkan dana untuk pembayaran dividen berkurang, namun likuiditas yang baik mampu mengeliminir (memperlemah) hipotesis tersebut.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan tidak dimoderasi oleh likuiditas. Perusahaan tidak hanya fokus terhadap pembagian jumlah dividen yang tinggi, perusahaan juga harus memperhatikan peluang yang ada. Jika perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, pastinya pihak perusahaan tidak akan menyia-nyiakkan kesempatan tersebut. Ketika perusahaan yang menginvestasikan dana lebih banyak akan menyebabkan jumlah dividen tunai yang dibagikan pemegang saham berkurang. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurjanah (2012) yang menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan tidak dimoderasi oleh likuiditas.

Pengaruh *leverage* (DER) terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi.

Hasil pengujian hipotesis kelima menunjukkan bahwa *leverage* yang diproksikan oleh DER tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan likuiditas bukan variabel moderasi. Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang peneliti ajukan, dimana DER mempengaruhi kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas. Hal ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nurjanah (2012) yang menunjukkan bahwa DER berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan likuiditas mampu memoderasi dengan arah negatif.

Likuiditas tidak mampu memoderasi hubungan DER terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa DER yang rendah dengan likuiditas yang tinggi tidak mampu mempengaruhi perusahaan dalam membayar dividen. Artinya bahwa semakin besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya dengan baik, maka hal ini tidak mampu mempengaruhi perusahaan dalam membayar dividennya. Semakin rendah tingkat DER semakin tinggi tingkat kemampuan perusahaan membayar hutang perusahaan. Peningkatan hutang akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan diterima pemegang saham.

Pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi.

Hasil pengujian hipotesis keenam menunjukkan bahwa profitabilitas yang diproksikan oleh ROA berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan likuiditas menjadi variabel moderasi. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis yang peneliti ajukan, dimana ROA mempengaruhi kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Suharli (2007) yang menyatakan bahwa profitabilitas mempengaruhi kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas.

Menurut Suharli (2007) perusahaan yang memiliki likuiditas lebih baik maka akan mampu membayar dividen lebih banyak. Pada perusahaan yang membukukan keuntungan lebih tinggi (profitabilitas tinggi), ditambah likuiditas yang lebih baik, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Hanya perusahaan yang memiliki likuiditas baik yang akan membagikan labanya kepada pemegang saham dalam bentuk tunai.

PENUTUP

Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh *investment opportunity set*, *leverage* dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasinya. Berdasarkan analisis data yang telah

dilakukan, maka dapat diperoleh kesimpulan bahwa hanya terdapat dua hipotesis yang diterima yaitu profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan likuiditas mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan dividen. Sedangkan empat hipotesis tidak diterima atau ditolak karena tidak signifikan terhadap kebijakan dividen yaitu pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen, pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen, pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen yg dimoderasi oleh likuiditas, pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen yang dimoderasi oleh likuiditas.

Berdasarkan pengalaman peneliti dalam melakukan penelitian ini, maka diberikan saran untuk penelitian selanjutnya yaitu pertama, memperbanyak jumlah sampel perusahaan, sehingga bisa terjadi keberagaman penelitian dan jumlah sampel merata. Kedua, dapat merubah proksi penelitian untuk beberapa variabel penelitian, sehingga didapatkan hasil dan makna yang berbeda disesuaikan dengan keadaan mendatang.

Penelitian yang dilakukan memiliki beberapa keterbatasan yang mungkin mempengaruhi hasil penelitian. Pertama, variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini hanya ada 3 variabel yaitu *investment opportunity set* (IOS), *leverage*, dan profitabilitas. Kedua, penelitian ini hanya menggunakan 4 tahun penelitian yaitu pada tahun 2011-2014. Ketiga, tidak membedakan perusahaan dengan *Investment Opportunity Set* yang tinggi dan rendah.

DAFTAR PUSTAKA

- Ardestani, H. S., Rasid S. Z. A., Basiruddin R. and Mehri, M. 2013. Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol.3 No.1:123-136.
- Asriyanti Laila, (2014). "Pengaruh Profitabilitas, Investment Opportunity Set dan Debt to Equity Ratio Terhadap Kebijakan Deviden Tunai Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi". Skripsi Manajemen Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- Baker, H. K. and Powell, G. E. 2012. Dividend Policy in Indonesia: Survey Evidence from Executives. *Journal of Asia Business Studies*, Vol.6, No.1:79-92.
- Erlina dan Mulyani, Sri. 2007. Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen. USU Press. Medan. hal. 53.
- Ghozali, I. (2011). Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS. Semarang: BPFE Universitas Diponegoro.

- Gusnia, Delfiani. 2015. "Pengaruh Free Cash Flow, Struktur Kepemilikan, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating". Skripsi Manajemen Universitas Sumatera Utara, Medan.
- Marlene Artha Mathilda, (2012), "Analisis Pengaruh *Return On Equity*, *Debt to Equity Ratio*, *Free Cash Flow*, *Management Ownership*, dan *Size* Terhadap *Dividend Payout Ratio*".
- Marpaung, Elyzabet Indrawati dan Bram Hadianto. 2009. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik Pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*. Vol. 1 No. 1, hal: 70-84.
- Mulyono, Budi. (2009), "Pengaruh *Debt To Equity Ratio*, *Insider Ownership*, *Size* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen".
- Natalia, Desy. 2013. Pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan deviden pada perusahaan Manufaktur di BEI. Skripsi. Dipublikasikan Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Padang.
- Novelma, Sri. 2014. Pengaruh *Insider Ownership*, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
- Nursafitri, Diah 2013. Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set (IOS) dan Firm Size Terhadap Kebijakan Dividen. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Prihantoro. 2003. Estimasi Pengaruh Dividen Payout Ratio Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*. No. 1 , Jilid 8, hal 7-14.
- Rahmawati, Alni dkk. 2011. Statistika. Program Studi Manajemen. Fakultas Ekonomi, Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- Rizka, Arimawati, (2010), "Analisis Pengaruh *Cash Position*, *Return On Equity*, *Debt To Equity Ratio*, *Company's Growth* dan *Collateralizable Assets* Terhadap *Dividend Payout Ratio*".
- Sarmiento Jaquelina N. L., Kertahadi, Nuzula Nila Firdausi , 2014. Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)* dan *Corporate-Financing* Terhadap *Dividend Payout Policy*. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)* Vol. 13 No. 2 Agustus.
- Sjahrial, Dermawan. 2002. Manajemen Keuangan, Edisi 3, Mitra Wacana, Medan.
- Sugiarto. 2008. Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri. Edisi Pertama. Graha Ilmu, Yogyakarta.

Suharli, M., 2004. *Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen*. Tesis Magister Akuntansi. Jakarta.

Suharli, M., 2007. "Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol.9, No.1, Mei 2007: 9-17.

Sumiadji. 2010. Analisis Variabel Keuangan yang Mempengaruhi Kebijakan Deviden. *Jurnal Dinamika Akuntansi*. Vol.3, No. 2, pp 129-138.

[http: //www.duniainvestasi.com/bei/sectors](http://www.duniainvestasi.com/bei/sectors)

www.idx.co.id