

**Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi
terhadap Kebijakan Dividen:
Studi Empirik pada Emiten Pembentuk
Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia**

**Elyzabet Indrawati Marpaung
Bram Hadiano**

Dosen Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi-Univ.Kristen Maranatha
(Jl. Prof. Drg. Suria Sumantri No. 65, Bandung)

Abstract

The purpose of this research is to find the impact of profitability and investment opportunity on dividend policy. In this research, Sales Growth (SG) and Market To Book Value Ratio (MTBV) are proxies of the investment opportunity. Purposive sampling is used as sampling technique. The sample is taken from LQ45 index constituent company for year of 2004 until 2006. In this period, every company must pay dividend consistently. The polled data regression model is conducted as method of analysis. The results state that profitability and market to book ratio have positive impact on dividend policy. Sales growth has no impact on dividend policy.

Keywords: profitability, market to book value ratio, dividend policy.

Pendahuluan

Sesuai dengan UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, pasar modal Indonesia memiliki peran strategis dalam pembangunan nasional. Salah satu peran pasar modal ini yaitu sebagai salah satu sumber pembiayaan eksternal bagi perusahaan (Marpaung, 2005) selain perbankan (Husnan, 2001:4). Pasar modal memungkinkan perusahaan memperoleh dana dari investor dalam bentuk kepemilikan saham, baik lewat kegiatan *Initial Public Offering* (IPO) atau penawaran umum untuk pertama kalinya sebelum saham dicatatkan di bursa (Sunariyah, 2004:13) maupun *seasoned new issues* atau penjualan saham pada masyarakat setelah perusahaan *going public* (Hartono, 2008:29).

Kegiatan IPO maupun *seasoned new issues* ini terjadi di pasar perdana. Menurut Sunariyah (2004:13), pada pasar perdana harga saham ditentukan oleh penjamin emisi dan emiten, sedangkan penjualan saham ditangani sepenuhnya oleh penjamin emisi. Setelah diperdagangkan di pasar primer, selanjutnya saham tersebut diperdagangkan di pasar sekunder. Pada pasar sekunder, harga saham ditentukan berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran.

Salah satu daya tarik berinvestasi bagi investor dalam pasar primer maupun pasar sekunder adalah dividen. Dividen menurut Tedjarutjianta (2000) merupakan balas jasa atas dana yang dihimpun oleh emiten dalam bentuk kepemilikan saham para pemegangnya. Dalam membayarkan dividen, perusahaan dapat menerapkan salah satu dari keempat jenis kebijakan dividen yang terdiri dari: (1) kebijakan dividen yang stabil, (2) kebijakan dividen dengan penetapan jumlah minimal dan ekstra dividen, (3) kebijakan dividen dengan penetapan rasio pembayaran dividen yang konstan, dan (4) kebijakan dividen yang fleksibel (Riyanto, 2001:269).

Dalam menetapkan kebijakan dividen, tentu saja perlu mempertimbangkan beberapa faktor yang mempengaruhinya seperti posisi likuiditas perusahaan, kebutuhan dana untuk membayar utang (Riyanto, 2001:267), kesempatan investasi yang diproksi dengan tingkat pertumbuhan penjualan dan rasio harga pasar terhadap nilai buku (D'Souza dan Saxena, 1999; Anil dan Kapoor, 2008; Kouki dan Guizani, 2009), serta profitabilitas (Dhailami, 2006; Anastassiou, 2007; Suharli, 2007).

Mengingat banyaknya faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen maka dalam penelitian ini hanya diuji beberapa faktor saja. Beberapa faktor yang dimaksud yaitu profitabilitas (PROF) dan kesempatan investasi. Kesempatan investasi ini diproksi dengan pertumbuhan penjualan (SG) dan rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV). Berbagai penelitian terdahulu telah dilakukan untuk mengkonfirmasi hubungan antara ketiga variabel ini dengan kebijakan dividen. Meski demikian, ternyata hasilnya masih memperlihatkan ketidakkonsistenan antara satu penelitian dengan penelitian lainnya (lihat Tabel 1).

Tabel 1. Ketidakkonsistenan Hasil Penelitian Terdahulu Mengenai Ketiga Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Nama Peneliti	PROF	SG	MTBV
Rozeff (1982)	n.a.	Negatif (Signifikan)	n.a.
Lloyd, Jahera, dan Page (1985)	n.a.	Negatif (Signifikan)	n.a.
D'Souza dan Saxena (1999)	n.a.	Positif (Tidak signifikan)	Negatif (Signifikan)
Dhailami (2006)	Negatif (Tidak Signifikan)	Positif (Tidak Signifikan)	Positif (Signifikan)
Al-Malkawi (2007)	n.a.	n.a.	Positif (Tidak signifikan)
Anastassiou (2007)	Positif (Signifikan)	n.a.	n.a.
Suharli (2007)	Positif (Signifikan)	n.a.	n.a.
Anil dan Kapoor (2008)	Positif (Tidak Signifikan)	Negatif (Tidak Signifikan)	Negatif (Tidak Signifikan)
Kouki and Guizani (2009)	n.a.	n.a.	Positif (Signifikan)

Keterangan: n.a. = variabel tersebut tidak diteliti; Tidak signifikan = tidak berpengaruh meskipun menunjukkan pengaruh positif maupun negatif.

Mengingat terdapatnya ketidakkonsistenan antar hasil penelitian tersebut, maka perlu ditinjau ulang keterhubungan antara variabel-variabel tersebut dengan kebijakan dividen. Untuk itulah maka penelitian ini dilakukan. Penelitian ini bertujuan untuk menemukan pengaruh profitabilitas (PROF), pertumbuhan penjualan (SG), dan rasio nilai pasar terhadap nilai buku (MTBV) terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini tersusun dengan sistematika urutan penulisan sebagai berikut. Bagian pertama membahas latar belakang dilakukannya penelitian ini dan rumusan tujuan penelitian. Bagian kedua menyajikan kerangka teori dan pengembangan hipotesis mengenai keterkaitan profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan rasio nilai pasar terhadap nilai buku dengan kebijakan dividen. Bagian ketiga menyajikan metode penelitian yang meliputi jenis penelitian, operasionalisasi variabel penelitian, data dan sampel yang digunakan. Bagian keempat berisi hasil dan pembahasan yang menyajikan deskripsi statistika variabel penelitian, uji asumsi klasik model regresi, jenis model regresi yang dipakai, hasil estimasi model regresi, pengujian hipotesis penelitian dan pembahasannya. Bagian terakhir, yaitu bagian kelima menyajikan simpulan dan saran.

Kerangka Teori dan Pengembangan Hipotesis

Laba merupakan indikator utama yang menunjukkan kapasitas perusahaan dalam membayarkan dividen (Anil dan Kapoor, 2008). Laba tahun berjalan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen saat ini selain dividen tahun sebelumnya (Lintner, 1956). Perusahaan penghasil profit mampu membayar dividen sekaligus menyimpan dana internal berupa laba ditahan untuk membiayai investasinya (Al-Makalwi, 2007) dengan syarat profit yang dihasilkannya cenderung stabil (Atmaja, 2008:292). Selain itu menurut Jensen, Solberg, dan Zorn (1992), semakin tinggi laba maka semakin tinggi aliran kas dalam perusahaan sehingga perusahaan dapat membayar dividen lebih tinggi. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_1 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Riyanto, 2001:268). Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut. Semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang, perusahaan lebih senang untuk menahan labanya dari pada membayarkannya sebagai dividen kepada pemegang saham (Riyanto, 2001:268) mengingat biaya modal dengan menggunakan laba ditahan lebih murah (Easterbrook, 1984) dibandingkan dengan berbagai sumber pembiayaan lainnya seperti penerbitan saham baru (Gitman, 2006:509; Atmaja, 2008:292) maupun menerbitkan obligasi (Gitman, 2006:502). Oleh karena itu menurut Hanafi (2004:44), perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi akan memiliki rasio pembayaran dividen

yang rendah. Dalam penelitian ini, pertumbuhan perusahaan diproksi dengan pertumbuhan penjualan. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: Pertumbuhan penjualan (SG) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Rasio harga pasar terhadap nilai buku merupakan rasio yang menawarkan sebuah penilaian mengenai cara investor dalam melihat kinerja perusahaannya (Gitman, 2006:70). Sebuah perusahaan yang dijalankan dengan manajemen yang baik dan efisien seharusnya memiliki nilai pasar yang lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya (Weston dan Copeland, 1995:245). Terjadinya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas inilah yang menunjukkan terdapatnya kesempatan investasi bagi perusahaan (Collins dan Kothari, 1989). Semakin besar kesempatan investasi, maka dividen yang dapat dibagikan menjadi lebih sedikit karena lebih baik jika dana tersebut ditanamkan pada investasi yang menghasilkan NPV positif (Hanafi, 2004:375). Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Metode Penelitian

Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan yaitu penelitian pengujian hipotesis. Menurut Hermawan (2006:18), jenis penelitian ini berusaha untuk menjelaskan sifat dari suatu hubungan atau pengaruh tertentu. Hipotesis yang dipakai dalam penelitian ini yaitu hipotesis kausalitas. Hartono (2004:44) menyatakan hipotesis kausal sebagai hipotesis yang menyatakan hubungan satu variabel yang menyebabkan perubahan variabel lainnya.

Operasionalisasi Variabel Penelitian

Terdapat dua jenis variabel yang digunakan, yaitu variabel terikat dan variabel bebas. Variabel terikat yang dimaksudkan adalah kebijakan dividen yang diproksi dengan menggunakan rasio pembayaran dividen/*Dividend Payout Ratio* (DPR), sedangkan variabel bebas yang digunakan yaitu:

1. Profitabilitas. Mengikuti Dewi (2008) dan Suharli (2007), profitabilitas diproksi dengan *Return On Asset* (ROA). ROA merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak selama satu tahun berjalan dengan total aktiva yang dimiliki pada akhir tahun.
2. Kesempatan investasi/*Investment Opportunity Set* (IOS). Mengikuti D'Souza dan Saxena (1999) dan Anil dan Kapoor (2008), kesempatan investasi diproksi dengan dua variabel yaitu:
 - a. Pertumbuhan penjualan/*Sales Growth* (SG): Perbandingan antara penjualan selama tahun berjalan dengan penjualan tahun sebelumnya.

- b. Rasio harga pasar terhadap nilai buku/*Market To Book Value* (MTBV): Perbandingan antara harga pasar penutupan akhir tahun dengan nilai buku per lembar saham pada akhir tahun.

Data dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang terambil dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Unit analisis yang digunakan yaitu emiten/perusahaan publik yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Periode analisis dinyatakan dalam satuan tahun. Metode *purposive sampling* digunakan sebagai teknik pengambilan sampel. Menurut Hartono (2004:79), pengambilan sampel dengan metode ini dilakukan berdasarkan kriteria tertentu. Adapun kriteria sampel yang dimaksud yaitu emiten yang konsisten sebagai pembentuk indeks LQ45 selama periode 2004-2006 yang sekaligus melakukan pembagian dividen secara berturut-turut dalam periode tersebut. Tabel berikut ini merupakan prosedur pemilihan sampel emiten yang digunakan.

Tabel 2. Prosedur Pemilihan Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah
Emiten pembentuk indeks LQ45	45
Emiten yang tidak konsisten membentuk indeks LQ45 selama periode 2004-2006	27
Emiten yang konsisten membentuk indeks LQ45 selama periode 2004-2006	28
Emiten yang tidak konsisten membagi dividen selama periode 2004-2006	12
Emiten yang konsisten membentuk indeks LQ45 dan membagi dividen secara konsisten selama 2004-2006	16

Keenam belas emiten yang telah memenuhi kriteria tersebut adalah sebagai berikut:

1. PT Astra Argo Lestari, Tbk. (AALI)
2. PT Astra International, Tbk. (ASII)
3. PT Bank Central Asia, Tbk. (BBCA)
4. PT Berlian Laju Tanker, Tbk. (BLTA)
5. PT Gudang Garam, Tbk. (GGRM)
6. PT Indofood Sukses Makmur, Tbk. (INDF)
7. PT Indosat, Tbk. (ISAT)
8. PT International Nickel Indonesia, Tbk. (INCO)
9. PT Medco International, Tbk. (MEDC)
10. PT Ramayana Lestari Sentosa, Tbk.(RALS)
11. PT Sumarrecon Agung, Tbk.(SMRA)
12. PT Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk. (PTBA)
13. PT Telekomunikasi Indonesia, Tbk. (TLKM)
14. PT Timah, Tbk.(TINS)
15. PT Unilever Indonesia, Tbk. (UNVR)

16. PT United Tractors, Tbk. (UNTR)

Hasil dan Pembahasan

Deskripsi Statistika

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu DPR, ROA, SG, dan MTBV. DPR, ROA, dan SG dinyatakan dalam satuan persentase, sedangkan MTBV dinyatakan dalam satuan kali. Berikut ini merupakan deskripsi statistika atas keempat variabel tersebut.

Tabel 3. Deskripsi Statistika Variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
DPR	48	3,27	146,25	42,4615	27,51742
ROA	48	2,88	57,55	19,9627	14,91162
SG	48	-9,26	93,66	21,5165	18,86300
MTBV	48	0,35	21,26	3,3428	3,68242

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

Uji Asumsi Klasik Model Regresi

Sebuah model regresi dikatakan baik sebagai model empirik jika telah memenuhi serangkaian pengujian asumsi klasik (Hadianto, 2008). Serangkaian uji asumsi klasik yang dimaksudkan adalah sebagai berikut:

1. Uji multikolinearitas. Ghozali (2007:91) menyatakan uji ini bertujuan menguji apakah dalam model regresi ditemukan korelasi antar variabel bebas (independen). Pada model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel bebas. Suatu cara untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinearitas dalam model dapat dengan melihat matriks korelasi variabel-variabel independen atau melihat *variance inflation factor* dan lawannya. Pada umumnya nilai *cut off* yang digunakan untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah $VIF > 10$. Dengan melihat Tabel 4, tidak ada variabel yang memiliki nilai VIF yang lebih besar dari 10. Kondisi ini menunjukkan bahwa model regresi terbebas dari masalah multikolinearitas.

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Nilai VIF
ROA	6,123
SG	6,491
MTBV	1,755

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

2. Uji heteroskedastisitas. Ghozali (2007:105) menyatakan uji ini bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians konstan maka disebut homoskedastisitas, jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas. Kebanyakan data *cross-section* mengandung situasi heteroskedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili beberapa ukuran (kecil, sedang, dan besar). Untuk mengujinya dapat digunakan uji Glesjer (Ghozali, 2007:108).

Adapun prosedur pengujiannya adalah sebagai berikut: Pertama, merumuskan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_1). H_0 : Tidak terdapat heteroskedastisitas dan H_1 : Terdapat heteroskedastisitas.

Menurut Ghozali (2007:108), uji Glesjer mengusulkan untuk meregres nilai absolut residual (ABS_RES) terhadap variabel independen. Dengan demikian, langkah kedua yaitu mencari nilai residual (RES) dari persamaan regresi, kemudian mengabsolutkannya (ABS_RES). Setelah itu, nilai residual yang telah diabsolutkan tersebut diperlakukan sebagai variabel terikat, sementara ROA, SG, dan MTBV diperlakukan sebagai variabel bebasnya.

Tabel 5. Hasil Uji Glesjer

Independent Variable	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig. (p-value)
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	15,896	3,264	n.a.	4,870	0,000
ROA	-0,079	0,141	-0,105	-0,563	0,576
SG	-0,056	0,089	-0,093	-0,625	0,535
MTBV	0,688	0,568	0,224	1,211	0,232
Dependent Variable: ABS_RES					

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

Jika terdapat variabel bebas yang signifikan mempengaruhi variabel terikat, maka terdapat indikasi terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2007:109) dan sebaliknya. Dengan demikian, langkah ketiga yaitu menetapkan kriteria pengujian hipotesis dengan tingkat signifikansi tertentu. Tingkat signifikansi (α) yang digunakan sebesar 5%. Adapun kriteria pengujiannya:

- Jika terdapat nilai *p-value* dari salah satu variabel bebas $\leq \alpha$ sebesar 5%, maka terdapat indikasi terjadinya heteroskedastisitas.
- Jika nilai *p-value* dari semua variabel bebas $> \alpha$ sebesar 5%, maka tidak terdapat heteroskedastisitas.

Langkah keempat, mengambil simpulan statistik dengan mengacu pada kriteria pengujiannya. Terlihat pada Tabel 5, semua variabel bebas yang digunakan (ROA, SG, dan MTBV) memiliki nilai *p-value* di atas 5%. Hasil ini mengindikasikan model regresi terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

3. Uji otokorelasi. Ghozali (2007:95) menyatakan uji ini bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu periode t dengan periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi maka terdapat masalah otokorelasi. Otokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu.

Untuk mengkonfirmasi ada tidaknya otokorelasi pada model regresi ini, maka dilakukan uji LM (*Lagrange Multiplier*). Adapun prosedur pengujian LM adalah sebagai berikut: Langkah pertama, merumuskan hipotesis nol dan hipotesis alternatif (H_1). H_0 : Tidak terdapat otokorelasi dan H_1 : Terdapat otokorelasi.

Langkah kedua, mencari nilai residual (RES) dari persamaan regresi dan nilai residual keterlambatannya pada satu periode (LAG_RES), selanjutnya dibuat persamaan regresi yang melibatkan kedua nilai tersebut. Nilai residual (RES) diperlakukan sebagai variabel terikat, sedangkan nilai residual keterlambatannya (LAG_RES) dijadikan sebagai variabel bebas bersama-sama dengan variabel ROA, SG, dan MTBV.

Tabel 6. Hasil Uji Lagrange Multiplier

Independent Variable	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig. (p-value)
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0,221	5,597	n.a.	0,039	0,969
ROA	-0,087	0,248	-0,068	-0,351	0,727
SG	0,054	0,157	0,053	0,343	0,733
MTBV	0,107	0,977	0,021	0,110	0,913
LAG_RES	0,240	0,156	0,240	1,539	0,131
Dependent Variable: RES					

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

Langkah ketiga, menetapkan kriteria pengujian. Untuk mengetahui ada tidaknya masalah otokorelasi, Ghozali (2007:102) mengacu pada signifikansi dari variabel LAG_RES untuk mendeteksinya.

- Apabila nilai $p\text{-value}$ dari LAG_RES $\leq \alpha$ sebesar 5%, maka terdapat problem otokorelasi dalam model regresi.
- Apabila nilai $p\text{-value}$ dari LAG_RES $> \alpha$ sebesar 5%, maka tidak terdapat problem otokorelasi dalam model regresi.

Langkah keempat, mengambil simpulan statistik dengan mengacu pada kriteria pengujiannya. Terlihat pada Tabel 6, nilai $p\text{-value}$ dari LAG_RES sebesar 0,131. Nilai ini lebih besar dari tingkat signifikansi sebesar α sebesar 5%. Dengan demikian, model regresi terbebas dari masalah otokorelasi.

4. Uji normalitas. Mengikuti Ghozali (2007:144), uji normalitas bertujuan untuk mengetahui terdapatnya residual yang berdistribusi normal dalam model regresi. Untuk itu, uji statistik Kolmogorov-Smirnov digunakan untuk menguji kenormalan nilai residual tersebut. Adapun prosedur pengujiannya dapat dilihat melalui langkah-langkah di bawah ini:

Langkah pertama, merumuskan hipotesis (H_0) dan (H_1) yang dinyatakan sebagai berikut: H_0 : Data residual berdistribusi normal dan H_1 : Data residual tidak berdistribusi normal.

Langkah kedua, menetapkan kriteria pengujian hipotesis dengan menggunakan tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Mengikuti Ghozali (2007:115), jika nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* menunjukkan hasil yang signifikan, maka H_0 ditolak dan sebaliknya.

Langkah ketiga, mengambil keputusan mengenai ditolak atau tidak ditolaknya H_0 berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan pada langkah kedua. Berdasarkan hasil pengolahan data pada Tabel 7, ternyata diperoleh nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,892. Nilai ini lebih besar dari tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Dengan demikian, H_0 tidak ditolak, artinya data residual berdistribusi normal.

Tabel 7. Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Pada Nilai Residual

Description		Unstandardized Residual
N		48
Normal Parameters (a,b)	Mean	0,0000000
	Std. Deviation	19,24566853
Most Extreme Difference	Absolute	0,083
	Positive	0,083
	Negative	-0,067
Kolmogorov-Smirnov Z		0,578
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,892

a Test distribution is Normal.

b Calculated from data.

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

Model Regresi dan Hasil Estimasinya

Model regresi data *pooling* digunakan dalam penelitian ini sebagai metode analisis data. *Pooled* data berarti menggabungkan data *cross section* dan *time series*, kemudian gabungan data ini diperlakukan sebagai satu kesatuan untuk mengestimasi model dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS) (Nachrowi dan Usman, 2006:311). *Time series data* adalah suatu set pengamatan satu atau lebih variabel dalam waktu yang berbeda. *Cross-section data* adalah satu set pengamatan satu atau lebih variabel yang dikumpulkan pada waktu yang sama (Gujarati, 2003:636). Adapun hasil estimasi model regresi *polling* dapat dilihat pada Tabel 8.

Tabel 8. Hasil Estimasi Model Regresi Data *Pooling* Tentang Faktor Yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Variable	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig. (p-value)
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	19,962	5,682	n.a.	3,513	0,001
ROA	0,741	0,246	0,402	3,016	0,004
SG	-0,103	0,155	-0,071	-0,667	0,508
MTBV	2,971	0,990	0,398	3,002	0,004
R	0,715				
R-square	0,511		F-statistic.		15,317
Adjusted R-square	0,477		Sig. (F-statistic)		0,000

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

Hasil Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Semua hipotesis penelitian ini diuji dengan menggunakan uji t. Uji ini dilakukan dengan melihat tanda pada koefisien regresi sekaligus melihat nilai *p-value* (lihat Tabel 8) dan membandingkannya dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 0,05. Apabila nilai *p-value* \leq 0,05 maka pengaruh setiap variabel bebas terhadap kebijakan dividen signifikan sesuai dengan ekspektasi arah tandanya. Apabila nilai *p-value* $>$ 0,05 maka dianggap variabel tersebut tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen meskipun variabel tersebut memiliki ekspektasi tanda positif maupun negatif.

Hipotesis pertama menyatakan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pada Tabel 8, terlihat nilai *p-value* dari variabel ROA sebagai proksi dari profitabilitas sebesar 0,004, dan koefisien regresi menunjukkan tanda yang positif. Karena nilai *p-value* kurang dari 0,05 maka pengaruh tersebut signifikan. Dengan kata lain, hipotesis pertama tidak ditolak. Dengan demikian, profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil ini mengkonfirmasi pernyataan Jensen, *et al.* (1992) yang menyatakan semakin tinggi laba maka semakin tinggi aliran kas dalam perusahaan sehingga perusahaan dapat membayar dividen lebih tinggi. Dengan demikian, hasil temuan ini konsisten dengan Suharli (2007) dan Anastassiou (2007)¹.

Hipotesis kedua dan ketiga masing-masing menyatakan pertumbuhan penjualan (SG) dan rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Pada Tabel 8, terlihat nilai *p-value* untuk variabel SG sebesar 0,508 dan nilai *p-value* untuk variabel MTBV sebesar 0,004. Karena nilai *p-value* untuk variabel SG lebih besar dari 0,05 maka pengaruhnya tidak signifikan sedangkan nilai *p-value* untuk variabel MTBV lebih kecil dari 0,05 sehingga pengaruhnya signifikan. Jika dibandingkan, terlihat MTBV lebih sensitif dibandingkan dengan SG sebagai faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Hal ini disebabkan rasio MTBV merupakan ukuran partisipasi pelaku pasar (Theis dan Casey, 1999) yang tercermin melalui persepsi para pemegang saham dalam menilai kinerja perusahaan, sedangkan SG hanya merupakan ukuran variabel yang tidak melibatkan persepsi pasar dalam memandang kinerja perusahaan. Dengan mendasarkan pada asumsi yang menyatakan dividen memiliki hubungan yang relevan dengan kemakmuran pemegang saham yang tercermin lewat harga saham (Hanafi, 2004:4) maka dasar argumen rasio MTBV berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen ini dapat saja diterima.

Terjadinya pengaruh positif atas MTBV terhadap kebijakan dividen ini berlawanan terhadap hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya. Hal ini terjadi karena biaya akses untuk pendanaan eksternal relatif lebih murah (Kouki dan Guizani, 2009)² terutama bagi perusahaan dengan skala yang besar (Titman dan Wessels, 1998) seperti perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45. Perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 tetap dapat membayar dividen dalam jumlah yang tinggi karena pembiayaan investasi dapat dengan didanai dengan sumber dana

¹ Anastassiou (2007) menggunakan proksi yang berbeda untuk menggambarkan profitabilitas, yaitu laba kotor (*gross profit*) sedangkan Suharli (2007) menggunakan proksi ROI yang identik dengan ROA sebagai proksi profitabilitas. Meski demikian, ekspektasi variabel laba kotor terhadap kebijakan dividen dalam model regresi yang dibuat Anastassiou memperlihatkan tanda positif dan signifikan. Dengan kata lain, profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

² Dalam penelitiannya, Kouki dan Guizani (2009) menemukan MTBV berpengaruh positif terhadap rasio pembayaran dividen karena sampel yang digunakan sebagian besar berasal dari sektor perbankan. Sektor ini memperoleh akses pendanaan eksternal yang lebih murah dibandingkan dengan sektor lainnya. Menurut argumen mereka, emiten dapat tetap membayarkan dividen dalam jumlah yang besar karena kesempatan investasi atas proyek telah dibiayai oleh sumber dana eksternal.

eksternal yang berasal dari investor. Investor lebih mempercayai prospek perusahaan dengan skala besar sehingga investor berani untuk menginvestasikan dananya. Menurut Darmadji dan Fakhruddin (2006:199), kepercayaan terhadap prospek perusahaan ini tercermin oleh rasio MTBV yang meningkat.

Tidak signifikannya pengaruh SG terhadap kebijakan dividen mendukung hasil temuan D'Souza dan Saxena (1999), Dhailami (2006), maupun Anil dan Kapoor (2008) sedangkan terdapatnya pengaruh positif dari MTBV terhadap kebijakan dividen ini mendukung hasil temuan Dhailami (2006) maupun Kouki and Guizani (2009).

Simpulan dan Saran

Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, maka terdapat beberapa hal yang dapat disimpulkan yaitu:

1. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari nilai *p-value* variabel PROF sebesar 0,004 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi (α) sebesar 5% dan nilai koefisien regresinya yang memperlihatkan tanda positif. Dengan demikian, hasil temuan ini konsisten dengan Suharli (2007) dan Anastassiou (2007).
2. Kesempatan investasi diproksi dengan dua variabel yaitu pertumbuhan penjualan dan rasio harga pasar terhadap nilai buku. Kedua variabel ini tidak sesuai dengan yang dihipotesiskan:
 - a. Pertumbuhan penjualan (SG) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari nilai *p-value* variabel SG sebesar 0,508 yang lebih besar dari tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Dengan demikian, hasil temuan ini konsisten dengan D'Souza dan Saxena (1999), Dhailami (2006) maupun Anil dan Kapoor (2008).
 - b. Rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari nilai *p-value* variabel MTBV sebesar 0,004 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi (α) sebesar 5% beserta dan nilai koefisien regresinya yang memperlihatkan tanda positif. Dengan demikian hasil temuan ini konsisten dengan Dhailami (2006) maupun Kouki and Guizani (2009).

Saran

1. Untuk manajer. Manajer selaku pengendali kegiatan operasional diharapkan dapat menghasilkan laba setidaknya dalam jumlah yang konstan, jika

- memungkinkan dapat meningkat. Dengan meningkatnya laba yang disertai dengan peningkatan pembayaran dividen yang akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham.
2. Untuk investor. Investor tidak perlu merasa khawatir jika ingin berinvestasi saham pada emiten pembentuk indeks LQ45 mengingat dividen yang dibayarkan akan tetap tinggi sekalipun emiten memerlukan dana untuk memenuhi kebutuhan investasinya. Sebagai emiten dengan skala besar, kebutuhan investasi ini dapat saja dipenuhi dengan pendanaan eksternal yang berbiaya relatif lebih murah.
 3. Untuk peneliti selanjutnya.
 - a. Nilai *adjusted R²* yang rendah yaitu sebesar 0,477 (lihat Tabel 7) mengindikasikan bahwa model penelitian yang dibangun belum dapat mengakomodir variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Untuk itu para peneliti selanjutnya dapat menambah variabel seperti ukuran perusahaan (Lloyd, *et al.*, 1985; Al-Malkawi, 2007; Dewi, 2008), kepemilikan institusional (Al-Malkawi, 2007; Dewi, 2008), kepemilikan insider (Rozeff, 1982; Dhailami, 2006), kebijakan utang (Dewi, 2008), kepemilikan manajerial (Dewi, 2008), likuiditas (Suharli, 2007), dan dividen pada periode sebelumnya (Linter, 1956; Anastassiou, 2007), risiko pasar/beta (Rozeff, 1982; Lloyd, *et al.*, 1985; Dhailami, 2006; Anil dan Kapoor, 2008), aliran kas operasional dan pajak korporasi (Anil dan Kapoor, 2008).
 - b. Penelitian hanya menggunakan emiten pembentuk indeks LQ45 sebagai sampelnya dengan periode penelitian selama 3 tahun. Peneliti selanjutnya dapat menggunakan emiten yang sama namun dengan memperpanjang periode penelitian sampai dengan 10 tahun dengan tambahan variabel pada poin 2a.
 - c. Peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian pada emiten sektor tertentu yang ada di Bursa Efek Indonesia, misalnya emiten sektor pertambangan, emiten sektor ritel dan perdagangan besar, emiten sektor manufaktur, dan jenis emiten sektor lainnya yang ada di Bursa Efek Indonesia.

Daftar Pustaka

- Al-Malkawi, H.N., (2007), Determinant of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of Tobit Model, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23 (2), hal. 44-70.
- Anastassiou, T.A., (2007), A Dividend Function for Greek Manufacturing, *Managerial Finance*, 33 (5), hal. 344-347.
- Anil, K., dan Kapoor, S., (2008), Determinant of Dividend Payout Ratio – A Study of Indian Information Technology Sector, *International Research Journal of Finance and Economics*, 15, hal.63-71.
- Atmaja, L.S., (2008), *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Penerbit ANDI, Yogyakarta.

- Collins, D.W., dan Kothari, S.P., (1989), An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients, *Journal of Accounting and Economics*, 11, hal. 143-181.
- D'Souza, J., dan Saxena, A.K., (1999), Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities, and Dividend Policy – An International Perspective, *Managerial Finance*, 25 (6), hal. 35-43.
- Darmadji, T., dan Fakhruddin, H.M., (2006), *Pasar Modal Di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*, Edisi Kedua, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Dewi, S.C., (2008), Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 10 (1), hal. 47-58.
- Dhailami, A.F., (2006). *Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2003*, Skripsi (tidak dipublikasikan), Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.
- Easterbrook, F.H., (1984), Two Agency-Cost Explanation of Dividend, *The American Economic Review*, 74 (4), hal. 650-659.
- Ghozali, I., (2007), *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Cetakan Keempat. Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gitman, L.J., (2006), *Principles of Managerial Finance*, Eleventh Edition, Addison Wesley, New York.
- Gujarati, D.N., (2003), *Basic Econometrics*, Fourth Edition, McGrawHill, New York.
- Hanafi, M.M., (2004), *Manajemen Keuangan*, Edisi 2004/2005, Cetakan Pertama, BPFE-UGM, Yogyakarta.
- Hartono, J., (2004), *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*, Edisi 2004/2005, Cetakan Pertama, BPFE-UGM, Yogyakarta.
- Hartono, J., (2008), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kelima, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Hermawan, A., (2006), *Penelitian Bisnis: Paradigma Kuantitatif*, Gramedia Widiasarana Indonesia, Jakarta.
- Husnan, S., (2001), *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, Cetakan Kedua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Jensen, G.R, Solberg, D.P., dan Zorn, T.S., (1992), Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Quantitative Analysis*, 27 (2), hal. 247-263.
- Kouki, M., dan Guizani, M., (2009), Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Tunisian Stock Market, *European Journal of Scientific Research*, 25 (1), hal. 42-53.
- Lintner, J., (1956), Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *American Economic Review*, 46 (3), hal. 97-113.

- Lloyd, W.P., Jahera, J.S., dan Page, D.E., (1985), Agency Cost and Dividend Payout Ratios, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24 (3), hal. 19-29.
- Marpaung, E.I., (2005), *Pengaruh Perubahan Earnings dan Perubahan Net Operating Cash Flows Terhadap Perubahan Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang Go Public di Bursa Efek Indonesia)*, Tesis Magister Sains (tidak dipublikasikan), Program Pascasarjana Universitas Padjadjaran Bandung.
- Nachrowi, N.D. dan Usman, H., (2006), *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta.
- Riyanto, B., (2001), *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*, Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh, BPFE-UGM, Yogyakarta.
- Rozeff, M.S., (1982), Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, 5 (3), hal. 249-259.
- Suharli, M., (2007), Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003), *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9 (1), hal. 9-17.
- Sunariyah, (2004), *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Edisi Keempat, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Tedjarutjianta, L., (2000), *Bahan Ajar Mata Kuliah Seminar Manajemen Keuangan Semester VIII*, Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen, Universitas Kristen Maranatha, Bandung.
- Theis, J., dan Casey, M., (1999), An Empirical Investigation of Agency Relationships and Capital Structure of Property Management Firms in The United Kingdom, *Journal of Property Investment and Finance*, 17 (1), 27-34.
- Titman, S., dan Wessels, R. (1988), The Determinant of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, 43 (1), hal. 1-19.
- Weston, J.F., dan Copeland, T.E., (1995), *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid Pertama, Binarupa Aksara, Jakarta.