

HUBUNGAN PROFITABILITAS DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TUNAI DENGAN KECUKUPAN KAS DAN LIKUIDITAS SEBAGAI MODERATING VARIABLE

Megawati Oktorina

Dosen Tetap Fakultas Ekonomi, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya

Michell Suharti

Staf Pengajar Program Sarjana dan Pascasarjana, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya

Abstract

The objective of this research is to determine the relationship between profitability and the amount of cash dividend policy. However this research examines the influences of cash adequate and liquidity (current ratio) toward the relationship between profitability and cash dividend policy. We call the influence as moderating variables. In general, investors have primarily objective that is to increase their wealth by return as dividend or capital gain. On the other hand, the company expects continuous growth and its going concern, also increase its stockholder's wealth. Factor that predicted influencing dividend distribution amount in this research are focused on profitability. Thus, profitability influences cash dividend policy in a company. However cash dividend should be paid only when a company has adequate cash and good liquidity ratio. This research examines financial statement of several companies are listed at Jakarta Stock Exchange for period ended December 31, 2000 until December 31, 2003. Data is collected from Jakarta Stock Exchange and Indonesia Capital Market Directory 2004. This research uses statistical software "EViews version 4,1". The result is cash adequate and liquidity moderate relationship between return on investment and cash dividend policy. On the other hand, return on equity has not significant relationship with cash dividend policy.

Keyword : *profitability, cash dividend, cash adequate, liquidity*

PENDAHULUAN

Jika kita memiliki saham pada sebuah perseroan maka kita akan sangat peduli dengan kinerja saham tersebut di bursa. Dalam pertimbangan untuk berinvestasi dengan membeli saham maka kita akan sangat memperhatikan hak sebagai *stockholder* dan jenis *return* yang diharapkan dari saham tersebut. Sebagai investor, kita harus mempelajari faktor apa yang menjadi acuan pengambilan keputusan pihak manajemen dari *investee* untuk membayar *return* tersebut. Bentuk *return* yang melekat pada kepemilikan saham adalah dividen dan laba penjualan saham (*capital gain*).

Pembagian dividen merupakan salah satu bentuk peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Oleh karena itu pembagian dividen akan mampu memotivasi investor atau calon investor untuk menginvestasikan dananya lebih besar lagi di perusahaan yang terbukti membayarkan dividen. Perusahaan yang memiliki kemampuan membayar dividen disumsikan masyarakat sebagai perusahaan yang menguntungkan (Hermi, 2004). Penelitiannya membuktikan profitabilitas perusahaan memiliki hubungan erat yang positif dengan jumlah dividen kas yang dibayarkan.

Kebijakan pembayaran dividen mempunyai dampak yang sangat penting baik bagi investor maupun bagi perusahaan yang membayarkan dividen. Pada umumnya para investor mempunyai tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraannya dengan mengharapkan *return* dalam bentuk dividen maupun *capital gain*. Di lain pihak, perusahaan juga mengharapkan pertumbuhan secara berkesinambungan sekaligus mempertahankan kelangsungan hidupnya, yang sekaligus juga memberikan kesejahteraan bagi pemegang saham.

Penetapan jumlah yang tepat untuk dibayarkan sebagai dividen adalah sebuah keputusan finansial yang sulit bagi pihak manajemen. Ross (1977) menuliskan :

"Deciding what percentage of earnings to pay out as dividends is a basic policy choice confronting managers because it determines what funds flow to investors and what funds are retained by the firm for reinvestment."

Berdasarkan *agency theory*, pihak manajemen adalah agen (*agents*) pemilik, sedangkan pemilik perusahaan merupakan *principal*. Jensen dan Meckling (1976) telah memperlihatkan bahwa pemilik dapat meyakinkan diri mereka bahwa agen akan membuat keputusan yang optimal bila terdapat insentif yang memadai dan mendapatkan pengawasan dari pemilik. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait

tersebut. Pembayaran dividen merupakan upaya meredakan konflik kepentingan tersebut.

Pakar ekonomi menemukan hal yang menarik tentang jumlah pembagian dividen dan mereka juga berpendapat bahwa banyak "kepentingan" terhadap dividen yang akhirnya membuat dividen menjadi sulit untuk dijelaskan. Miller dan Modigliani (1961) mengatakan investor dapat memaksakan untuk mendapatkan dividen dari portofolio investasi. Dalam model pertumbuhan konstan harga saham maka pembayaran dividen yang lebih tinggi cenderung meningkatkan harga saham yang kemudian meningkatkan nilai perusahaan.

Pembayaran dividen kepada pemegang saham merupakan salah satu cara perusahaan dapat mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Menentukan jumlah distribusi dividen merupakan hal yang sulit dan dilematis dalam pengambilan keputusan manajemen. Faktor penentu kebijakan dividen tersebut dianalogikan sebagai sebuah *puzzle* yang berkelanjutan oleh Black (1976). Menurut Black, kebijakan dividen merupakan teka-teki yang sulit untuk dijelaskan, dan selalu menimbulkan tanda tanya besar bagi investor, kreditor, bahkan kepada kalangan akademisi.

Dalam penelitian ini, peneliti menguji hubungan antara profitabilitas perusahaan dan kebijakan dividen tunai perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta. Hermi (2004) menyimpulkan bahwa profitabilitas, yang diukur dengan *Return on Investment*, memberi pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen kas perusahaan. Penelitian ini mengembangkan faktor lebih lanjut penelitian Hermi (2004) dan Suharli (2004) mengenai faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Dalam penelitian ini, faktor yang diduga berpengaruh dan dijadikan variabel bebas adalah profitabilitas yang diukur dengan *Return on Investment* (ROI) dan *Return on equity* (ROE). Namun mengingat laba bersih perusahaan tidak hanya ditentukan transaksi berbasis kas, maka penelitian ini memberi variabel moderator terhadap hubungan keduanya. Faktor moderator pada penelitian ini adalah kecukupan kas (diproksikan dengan *cash and cash equivalent*) dan likuiditas perusahaan (diproksikan dengan *current ratio*).

Penelitian ini mengambil data sekunder dari Bursa Efek Jakarta, data dari sejumlah perusahaan *go public*. Rentang waktu laporan keuangan yang digunakan sebagai obyek adalah periode yang berakhir tanggal 31 Desember 2001 sampai dengan 31 Desember 2003. Perusahaan yang diteliti bergerak dalam berbagai bidang industri dan dipilih secara acak. Pengambilan data berdasarkan *cross sectional method* karena sedikit sekali perusahaan yang konsisten membayar dividen tiga tahun berturut-turut.

Kebijakan dividen merupakan teka-teki yang sulit untuk dijelaskan dan selalu menimbulkan tanda tanya besar bagi investor, kreditor, bahkan kalangan akademisi (Black, 1976). Penelitian ini akan menguji hubungan antara profitabilitas dan kebijakan dividen kas perusahaan. Selanjutnya penelitian ini menguji pengaruh hasil operasi usaha dan likuiditas perusahaan terhadap hubungan tersebut.

Berdasarkan uraian di atas maka masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

Profitabilitas

Riset ini bermaksud mengkonfirmasi apakah profitabilitas perusahaan memiliki hubungan yang signifikan terhadap kebijakan dividen tunai sebuah perusahaan. Penelitian ini mengkonfirmasi profitabilitas yang diukur melalui *Return on Investment (ROI)* dan *Return on Equity (ROE)*;

Kecukupan Kas

Rumusan masalah dalam penelitian ini dirancang untuk mengetahui apakah kecukupan kas perusahaan memoderasi hubungan antara profitabilitas dan kebijakan dividen tunai. Kecukupan kas dalam penelitian ini akan diproksikan dengan jumlah kas dan setara kas dalam laporan keuangan;

Likuiditas Perusahaan

Rumusan masalah dalam penelitian ini dirancang untuk mengetahui apakah likuiditas perusahaan memoderasi hubungan antara profitabilitas dan kebijakan dividen tunai. Likuiditas perusahaan dalam penelitian ini diproksikan dengan besaran rasio lancar (*current ratio*) perusahaan.

Penelitian ini bermanfaat bagi pihak yang terkait dengan motivasi implisit para manajer dalam menentukan kebijakan yang berkaitan dengan jumlah pembagian dividen suatu perusahaan. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi rujukan bagi pihak yang berkepentingan untuk mengambil keputusan kredit dan investasi pada perusahaan *go public*. Penelitian ini juga berusaha menyimpulkan hubungan antara profitabilitas dan kebijakan dividen tunai sesuai dengan kondisi perusahaan di Indonesia.

Penelitian ini diarahkan untuk mampu menguji pengaruh kecukupan kas dan likuiditas terhadap hubungan profitabilitas dan jumlah pembagian dividen tunai. Selanjutnya, penelitian ini diharapkan mampu memberi kontribusi pada

perkembangan teori di bidang ilmu akuntansi keuangan, akuntansi manajemen, dan manajemen investasi.

KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pengertian dividen telah dirumuskan oleh banyak pakar akuntansi. Stice *et al.* (2005) merumuskan dividen sebagai pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik. Ikatan Akuntan Indonesia (2002) dalam PSAK No. 23, merumuskan dividen sebagai distribusi laba kepada pemegang investasi ekuitas sesuai dengan proporsi mereka dari jenis modal tertentu. Selanjutnya Ross (1995) mendefinisikan dividen sebagai pembayaran kepada pemilik perusahaan yang diambil dari keuntungan perusahaan, baik dalam bentuk saham maupun tunai.

Menurut Naveli (1989), secara umum kebijakan dividen yang ditempuh perusahaan adalah salah satu dari 3 kebijakan ini, yaitu:

1. *Constant Dividend Payout Ratio*

Terdapat beberapa cara mengatur *dividend payout ratio* yang dibagikan secara tetap dalam persentase atau rasio tertentu, yaitu: (a) membayar dengan jumlah persentase yang tetap dari pendapatan tahunan, (b) menentukan dividen yang akan diberikan dalam setahun sama dengan jumlah persentase tetap dari keuntungan tahun sebelumnya, dan (c) menentukan proyeksi *payout ratio* untuk jangka waktu panjang.

2. *Stable Per Share Dividend*

Kebijakan yang menetapkan besaran dividen dalam jumlah yang tetap. Kebijakan ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan laba yang tinggi.

3. *Reguler Dividend Plus Extra*

Dalam kebijakan ini, perusahaan akan memberikan suatu tingkat dividen yang relatif rendah tetapi dalam jumlah yang pasti, dan memberikan tambahan apabila perusahaan membukukan laba yang cukup tinggi.

Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2002), kebijakan dividen yang fleksibel mencakup bentuk dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, yaitu: dividen tunai, dividen saham, pemecahan saham (*stock split*), dan pembelian saham kembali (*repurchase of stock*). Dividen tunai artinya laba yang

dibagikan kepada pemegang saham berupa uang tunai/kas perusahaan. Dalam penelitian ini dividen tunai merupakan variabel tak bebas dan diproksikan dengan *Dividend Pay-out Ratio (DPR)*.

1. Profitabilitas dan Dividen

Profitabilitas merupakan gambaran dari kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan (Petronila dan Mukhlisin, 2003). Ukuran profitabilitas dapat berbagai macam seperti: laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik. Ang (1997) mengungkapkan bahwa rasio profitabilitas atau rasio rentabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan.

Peneliti setuju dengan penelitian Naim (1998) yang mengukur profitabilitas menggunakan *Return on Investment (ROI)* dan *Return on Equity (ROE)*. ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. ROI sering disebut juga *Return on Assets (ROA)*. Nilai ROI sebuah perusahaan diperoleh dengan rumus :

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Aktiva Perusahaan}}$$

Sedangkan *Return On Equity (ROE)* merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan. Ekuitas pemilik adalah jumlah aktiva bersih perusahaan, sehingga perhitungan ROE menggunakan rumus :

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Aktiva Bersih Perusahaan}}$$

Penelitian ini hendak menguji dugaan bahwa profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan jumlah dividen. Tingkat profitabilitas mempengaruhi dividen secara positif diungkapkan oleh Lintner (1956), Wirjolukito *et. al.* (2003), dan Suharli dan Oktorina (2005), namun tidak satupun penelitian tersebut menggunakan ROE sebagai proksi profitabilitas. Oleh karena itu, hipotesis pertama penelitian ini adalah semakin tinggi profitabilitas maka semakin besar jumlah dividen tunai yang dibayarkan.

2. Kerangka Pemikiran

Rerangka pemikiran dalam penelitian ini diawali dari pemikiran bahwa hanya perusahaan yang mempunyai kemampuan menghasilkan keuntungan, yang mampu membayarkan dividen. Namun mengingat laporan keuangan disusun berdasarkan pada basis akrual maka penelitian ini memasukan jumlah kas dan setara kas yang dimiliki perusahaan dan likuiditas perusahaan sebagai variabel moderator. Pemikirannya adalah profitabilitas memang memiliki hubungan kuat dengan kebijakan dividen tunai, namun tanpa kecukupan kas dan likuiditas yang baik maka pihak manajemen perusahaan akan menunda pembayaran dividen kas.

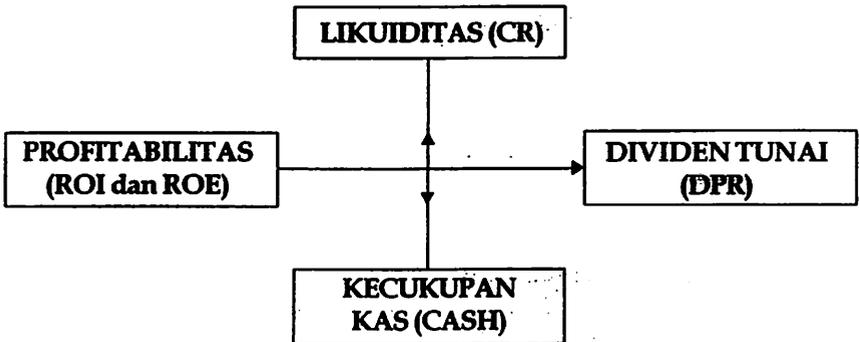
Profitabilitas berarti kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Laba inilah yang akan menjadi dasar pembagian dividen perusahaan, apakah dividen tunai ataupun dividen saham. Hermi (2004) mengungkapkan laba diperoleh dari selisih antara harta yang masuk (pendapatan dan keuntungan) dan harta yang keluar (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.

Kas dan setara kas merupakan aset perusahaan yang paling likuid dan diharapkan oleh pemegang saham. Suharli (2004) mengutip teori Gordon dan Litner (1962) mengenai *Bird in the hand theory*. *Bird in the hand theory* mengatakan bahwa dengan mendapatkan dividen (*a bird in the hand*) adalah lebih baik daripada saldo laba (*a bird in the bush*) karena pada akhirnya saldo laba tersebut mungkin tidak akan pernah terwujud sebagai dividen di masa depan (*it can fly away*). Perusahaan yang memiliki kecukupan kas biasanya menimbulkan tekanan pemegang saham kepada pihak manajemen untuk membagikan dividen (Jensen, 1986).

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Oleh karena itu hanya perusahaan yang likuid yang memungkinkan pembayaran dividen kas. Penelitian ini baru dikembangkan kali ini meskipun penelitian Suharli (2004) sebelumnya sudah memberikan pemikiran awal mengenai pengaruh likuiditas perusahaan terhadap kebijakan jumlah pembagian dividen.

Kerangka pemikiran penelitian ini dapat dirumuskan melalui Gambar 1 di bawah ini :

Gambar 1
Rancangan Kerangka Pemikiran Terkait dengan Variabel Dependen , Variabel Independen, dan Moderating variable



Variabel profitabilitas dalam penelitian ini diproksi dengan ROI dan ROE, variabel dividen tunai diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), sedangkan variabel moderator likuiditas diproksi dengan *Current Ratio* (CR), dan variabel moderator kecukupan kas diproksi dengan CASH.

3. Pengembangan Hipotesis

Profitabilitas berarti kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Laba inilah yang akan menjadi dasar pembagian dividen perusahaan, apakah dividen tunai ataupun dividen saham. Oleh karena itu seharusnya tidak ada laba dibagi (dividen) apabila perusahaan tidak membukukan laba (*profit/earnings*). Profit merupakan berita baik (*good news*) bagi perusahaan dan pemegang saham (Petronela dan Mukhlisin, 2003). Pemegang saham cenderung akan memberikan tekanan kepada pihak manajemen untuk membagikan laba tersebut sebagai dividen, tentu saja untuk menaikkan kesejahteraan pemegang saham. Hermi (2004) menyimpulkan semakin besar laba perusahaan maka semakin besar pembagian dividen. Penelitiannya memproksikan profitabilitas sebagai laba bersih perusahaan.

Penelitian ini menggunakan dua proksi untuk mengukur variabel profitabilitas perusahaan. Penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilakukan Naim (1998). Penelitian tersebut mengukur profitabilitas menggunakan *Return on Investment* (ROI) dan *Return on Equity* (ROE).

ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. ROI sering disebut juga *Return on Assets (ROA)*. Semakin tinggi ROI maka semakin besar profitabilitas, berarti semakin besar pula laba dibagi sebagai dividen kas. Dengan demikian hipotesis yang dapat diajukan adalah :

H1a : Semakin tinggi *Return on Investment (ROI)* maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan.

ROE merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas (aktiva bersih) perusahaan. Semakin tinggi ROE maka semakin besar profitabilitas, berarti semakin besar pula laba dibagi sebagai dividen kas. Dengan demikian hipotesis yang dapat diajukan adalah :

H1b : Semakin tinggi *Return on Equity (ROE)* maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan.

Kecukupan Kas sebagai *Moderating Variable* pada Hubungan antara Profitabilitas dengan Kebijakan Dividen Tunai

Jensen (1986) menjelaskan bahwa bila perusahaan mempunyai aliran arus kas bebas, biasanya manajer perusahaan tersebut mendapat tekanan dari pemegang saham untuk membagikan dividen. Semakin besar aliran kas bebas yang dibayarkan kepada pemegang saham, mengindikasikan besarnya perhatian manajer sebagai agen pemegang saham pada perusahaan. Lintner (1956) menyatakan bahwa dividen mencerminkan arus kas sekarang dan arus kas masa mendatang. Penelitian ini meyakini dividen mencerminkan arus kas sekarang, hal ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh: Lintner (1956), Jensen (1986), serta Uyara dan Tuasikal (2003). Hanya perusahaan yang memiliki kecukupan kas pada masa kini yang mampu membayarkan dividen tunai saat ini Dengan demikian hipotesis yang dapat diajukan adalah :

H2a : Nilai kas dan setara kas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *return on investment* dengan kebijakan dividen tunai perusahaan.

H2b : Nilai kas dan setara kas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *return on equity* dengan kebijakan dividen tunai perusahaan.

Likuiditas sebagai *Moderating Variable* pada Hubungan antara Profitabilitas dengan Kebijakan Dividen Tunai

Peneliti belum menemukan penelitian terdahulu mengenai likuiditas sebagai *moderating variable* terhadap faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen tunai. Likuiditas diartikan sebagai kemampuan perusahaan melunasi seluruh kewajiban jangka pendeknya (Karnadi, 1997) dan mendanai operasional

usahanya (Suharli, 2004). Hanya perusahaan yang memiliki likuiditas baik yang akan membagikan labanya kepada pemegang saham dalam bentuk tunai. Sebaliknya, pihak manajemen perusahaan akan menggunakan potensi likuiditas yang ada untuk melunasi kewajiban jangka pendek ataupun mendanai operasi perusahaannya. Penelitian ini memproksikan likuiditas perusahaan dengan *current ratio*. Dengan demikian hipotesa yang dapat dirumuskan mengenai likuiditas sebagai *moderating variable* terhadap hubungan antara profitabilitas dan kebijakan pembagian dividen tunai adalah :

H3a : Likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *return on investment* dengan kebijakan dividen tunai perusahaan.

H3b : Likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *return on equity* dengan kebijakan dividen tunai perusahaan.

METODE PENELITIAN

1. Data Penelitian

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan di Indonesia yang *listed* di BEJ dan membagikan dividen pada masa setelah krisis ekonomi terjadi, yaitu tahun 2001-2003. Data merupakan data sekunder yang diambil dari Bursa Efek Jakarta yaitu Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) dan buku *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Data penelitian diambil dengan metode *random sampling* terhadap perusahaan yang berada di Indonesia. *Random sampling* artinya setiap objek penelitian, yang merupakan perusahaan di BEJ, memiliki kesempatan yang sama untuk terpilih menjadi sampel penelitian. Objek penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ. Laporan keuangan tahunan yang diteliti adalah periode yang berakhir tanggal 31 Desember 2001 sampai dengan 31 Desember 2003. Daftar nama perusahaan dan data laporan keuangan diambil dari PRPM dan buku ICMD.

2. Teknik Pengolahan dan Analisis Data

Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program komputer EViews versi 4.1. Data yang menjadi sampel adalah data yang terdapat dalam laporan keuangan yang telah diaudit, yaitu : neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan modal, laporan arus kas, dan catatan laporan keuangan. Jenis data adalah data sekunder yang bersifat kuantitatif. Data dimasukkan dengan panduan buku kode yang dibuat sebelumnya. Data diolah, disajikan, dan dianalisa untuk melihat hubungan/korelasi antara variabel independen dan variabel dependen. Disamping itu pengujian dilakukan terhadap pengaruh dari *moderating variable*, yaitu kecukupan kas dan likuiditas perusahaan.

3. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis pertama (H1) dan kedua (H2) dilakukan menggunakan model regresi linear sederhana (*Simple Linear Regression*). Model penelitian ini dipilih karena data berupa data nominal dan data rasio. Variabel dependen dan independen merupakan data rasio, sedangkan moderating variable berupa data nominal (CASH) dan data rasio (CR). Persamaan statistika yang digunakan adalah : $Y = a + bX + e$, keterangan Y = Kebijakan Dividen Tunai (*Dividend Payout Ratio / DPR*), a = konstanta, b = koefisien regresi, x = Profitabilitas (*Return On Investment / ROI* dan *Return On Equity / ROE*) dan e = variabel pengaruh lain.

Pengujian hipotesis *moderating variable*, hipotesis ketiga (H3) dan hipotesis keempat (H4) menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA). MRA merupakan bentuk regresi yang dirancang secara hirarki untuk menentukan hubungan antara dua variabel yang dipengaruhi oleh variabel ketiga, variabel moderator (Nunnally dan Berstein, 1994). Persamaan statistika yang digunakan dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$DPR = a + \beta_1 ROI \quad (1)$$

$$DPR = a + \beta_1 ROE \quad (2)$$

$$DPR = a + \beta_1 ROI + \beta_2 CASH + \beta_3 ROICASH \quad (3)$$

$$DPR = a + \beta_1 ROE + \beta_2 CASH + \beta_3 ROECASH \quad (4)$$

$$DPR = a + \beta_1 ROI + \beta_2 CR + \beta_3 ROICR \quad (5)$$

$$DPR = a + \beta_1 ROE + \beta_2 CR + \beta_3 ROECR \quad (6)$$

Keterangan:

DPR : *Dividend Payout Ratio* (DPR)

ROI : *Return on Investment* sebagai proksi dari profitabilitas

ROE : *Return on Equity* sebagai proksi dari profitabilitas

CASH : *Moderating variable*, yaitu proksi dari kecukupan kas

CR : *Moderating variable*, yaitu proksi dari likuiditas

Analisis pengujian hipotesis dengan model di atas dilakukan dengan memperhatikan beberapa hal sebagai berikut.

1. Tingkat signifikansi (A) yang digunakan sebesar 10%. Masson (1999) menyebutkan bahwa tidak terdapat satu level signifikan yang dapat diaplikasikan untuk semua pengujian. Pada umumnya, level 0,05 untuk riset konsumen, 0,01 untuk *quality assurance*, dan 0,10 untuk *political polling*.
2. Kriteria penerimaan atau penolakan hipotesis didasarkan pada signifikansi *p-value* (*prob value*). Jika *p-value* (signifikansi) > A maka hipotesis alternatif

ditolak. Sebaliknya, jika $p \text{ value} < A$ maka hipotesis diterima.

3. Kriteria MRA yang digunakan sebagai dasar untuk memastikan kedua *moderating variable* dalam penelitian ini adalah benar sebagai *moderating variable* yaitu menggunakan pengujian *moderating* yang dilakukan oleh Sharma *et. al.* (1981). Jika persamaan (2) dan (3) tidak secara signifikan berbeda, yaitu : b_3 sama dengan 0 dan b_2 tidak sama dengan 0 maka Moderate bukan *moderating variable*. Moderate disimpulkan sebagai *pure moderator* jika persamaan (1) dan (2) tidak berbeda, tetapi berbeda dengan persamaan (3), yaitu b_2 tidak sama dengan 0; b_3 tidak sama dengan 0. Sedangkan *moderating variable* diklasifikasikan sebagai *quasi moderator*, jika persamaan (1), (2), dan (3) masing-masing berbeda, yaitu b_2 tidak sama dengan 0 dan b_3 tidak sama dengan 0.

ANALISIS DAN BAHASAN

1. Analisis Data

Statistik deskriptif untuk variabel yang diukur dalam penelitian ini yaitu ROI, ROE, CASH, CR, ROICASH, ROICR, ROECASH, dan ROECR dapat diamati pada Tabel 1.

Tabel 1
Statistik Deskriptif

	Valid Missing	ROI	ROE	CASH	CR	ROICASH	ROICR	ROECAS H	ROECR
N		69	69	69	69	69	69	69	69
		0	0	0	0	0	0	0	0
Mean		13,5970	18,9696	1199878,88	2,3804	21553329,0633	35,4369	33579975,5349	42,5482
Std. Deviation		13,15671	12,62571	4054293,098	2,07207	120615060,59057	51,52720	10804144,8,85351	40,92031
Variance		173,09912	159,40855	1643729,2523631,600	4,29348	145479928,41267570,00000	2655,05271	11672954,67036612,0,00000	1674,47199

Variabel ROI memiliki rata-rata 13,597 dan deviasi standar 13,15671, variabel ROE memiliki rata-rata 18,9696 dan deviasi standar 12,62571, variabel CASH memiliki rata-rata 1199878,88 dan deviasi standar sebesar 4054293,098, variabel CR memiliki rata-rata 2,3804 dan deviasi standar 2,07207. Untuk variabel interaksi antara ROI dengan CASH memiliki rata-rata 21553329,0633 dan deviasi standar 120615060,59057, variabel ROICR memiliki rata-rata 35,4369 dan deviasi standar 51,52720, variabel ROECASH memiliki rata-rata 33579975,5349 dan deviasi standar 108041448,85351, variabel ROECR memiliki rata-rata 42,5482 dan deviasi standar 40,92031.

Uji Asumsi Klasik

2. Multikolinieritas

Variabel bebas dalam penelitian dengan model regresi harus bersifat independen (tidak ada korelasi yang baik antarvariabel bebas) satu dengan yang lain. Dalam penelitian ini, multikolinieritas dapat dilihat dari matriks korelasi variabel bebas. Pada umumnya, apabila ditemukan korelasi di atas 0,9 di antara variabel bebasnya maka terdapat indikasi multikolinieritas (Ghozali, 2000). Uji multikolinieritas pada penelitian ini, dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2
Uji Multikolinieritas

Model 1: $DPR = a + \beta_1 ROI$

	DPR	ROI
DPR	1.000	0.646
ROI	0.646	1.000

Model 2: $DPR = a + \beta_1 ROE$

	DPR	ROE
DPR	1.000	-0.134
ROE	-0.134	1.000

Model 3: $DPR = a + \beta_1 ROI + \beta_2 CASH + \beta_3 ROICASH$

	DPR	ROI	CASH	ROICASH
DPR	1.000	0.646	-0.013	0.031
ROI	0.646	1.000	0.010	0.456
CASH	-0.013	0.010	1.000	0.517
ROICASH	0.031	0.456	0.517	1.000

Model 4: $DPR = a + \beta_1 ROE + \beta_2 CASH + \beta_3 ROECASH$

	DPR	CASH	ROE	ROECASH
DPR	1.000	-0.013	-0.134	-0.022
CASH	-0.013	1.000	0.214	0.969
ROE	-0.134	0.214	1.000	0.356
ROECASH	-0.022	0.969	0.356	1.000

Model 5: $DPR = a + \beta_1 ROI + \beta_2 CR + \beta_3 ROICR$

	DPR	ROI	ROICR	CR
DPR	1.000	0.646	0.680	0.161
ROI	0.646	1.000	0.670	0.114
ROICR	0.680	0.670	1.000	0.604
CR	0.161	0.114	0.604	1.000

Model 6: $DPR = a + \beta_1 ROE + \beta_2 CR + \beta_3 ROECR$

	DPR	ROE	CR	ROECR
DPR	1.000	-0.134	0.161	0.037
ROE	-0.134	1.000	-0.101	0.557
CR	0.161	-0.101	1.000	0.645
ROECR	0.037	0.557	0.645	1.000

Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa untuk model 1 tidak terjadi multikolinieritas karena koefisien korelasi tertinggi $0,646 < 0,9$, model 2 tidak terjadi multikolinieritas karena koefisien korelasi tertinggi $0,134 < 0,9$, model 3 tidak terjadi multikolinieritas karena koefisien korelasi tertinggi $0,646 < 0,9$, model 4 terjadi multikolinieritas karena koefisien korelasi tertinggi $0,969 > 0,9$ yaitu antara variabel ROECASH dengan CASH, model 5 tidak terjadi multikolinieritas karena koefisien korelasi tertinggi $0,680 < 0,9$, dan model 6 tidak terjadi multikolinieritas karena koefisien korelasi tertinggi $0,645 < 0,9$.

b. Autokorelasi

Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi digunakan *Durbin Watson Test*. Apabila nilai DW terletak di atas batas atas maka tidak ada autokorelasi. Hasil uji DW dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3
Uji Autokorelasi

Model	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Nilai DW	1.959	2.151	1.804	2.157	2.046	2.171728

Berdasarkan Tabel 3 dapat disimpulkan bahwa nilai DW untuk keenam model lebih besar daripada batas atas pada tabel DW, oleh karena itu model tidak terjadi autokorelasi.

c. Heteroskedastisitas

Uji white untuk menguji ada tidaknya heterokedastisitas dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4
Uji Heteroskedastisitas

Model	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Probabilitas	0,000000	0,727334	0,000018	0,976159	0,094566	0,707463

Dari keenam model terdapat model yang memiliki unsur heterokedastisitas karena nilai probabilitasnya lebih besar dari 10% yaitu model 2, model model 4, dan model 6. Sedangkan untuk model 1, model 3, dan model 5 terjadi homokedastisitas.

3. Hasil Regresi

Hasil regresi untuk masing-masing model dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5
Hasil Regresi

Model 1: $DPR = a + \beta_1 ROI$

Model	ROI
Koefisien	3,619
R-Square	0,417
Adj.R-Square	0,409
Probabilitas	0,000

Model 2: $DPR = a + \beta_1 ROE$

Model	ROE
Koefisien	-0,781
R-Square	0,018
Adj.R-Square	0,003
Probabilitas	0,273

Model 3: $DPR = a + \beta_1 ROI + \beta_2 CASH + \beta_3 ROICASH$

	ROI	CASH	ROICASH
Koefisien	4,575	2,03E-06	-2,44E-07
R-Square	0,514		
Adj.R-Square	0,492		
Probabilitas	0,000	0,281	0,001

Model 4: $DPR = a + \beta_1 ROE + \beta_2 CASH + \beta_3 ROECASH$

	ROE	CASH	ROECASH
Koefisien	-1,059	-4,55E-06	1,94E-07
R-Square	0,021		
Adj.R-Square	-0,024		
Probabilitas	0,256	0,676	0,649

Model 5: $DPR = a + \beta_1 ROI + \beta_2 CR + \beta_3 ROICR$

	ROI	CR	ROICR
Koefisien	1,029	-10,96903	1,062874
R-Square	0,574		
Adj.R-Square	0,555		
Probabilitas	0,146	0,010	0,000

Model 6: $DPR = a + \beta_1 ROE + \beta_2 CR + \beta_3 ROECR$

	ROE	CR	ROECR
Koefisien	-0,823	4,420	0,064
R-Square	0,040		
Adj.R-Square	-0,004		
Probabilitas	0,509	0,592	0,899

Berdasarkan hasil regresi yang ditunjukkan pada Tabel 5 dapat disimpulkan bahwa untuk hipotesis semakin tinggi *Return on Investment* (ROI) maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan, dapat diterima karena variabel ROI memberikan taraf yang sangat signifikan sebesar 0,000. Hasil ini konsisten dengan penelitian Lintner (1956), Wirjolukito *et. al.* (2003), dan Suharli dan Oktorina (2005).

Variabel bebas ROE tidak signifikan pada probabilitas 0,273. Oleh karena itu hipotesis kedua yaitu semakin tinggi *Return on Equity* (ROE) maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan, tidak dapat diterima. ROE belum pernah digunakan sebagai proksi profitabilitas oleh ketiga peneliti di atas, hal ini sangat mungkin disebabkan nilai ekuitas perusahaan di Indonesia buruk untuk menjadi data penelitian. Buruk disebabkan seringkali jumlah ekuitas di Indonesia mengandung saldo laba negatif atau tidak tercerminnya harga pasar saat penjualan saham yang diindikasikan tidak adanya nilai agio saham yang dicatat. Penelitian yang melibatkan jumlah ekuitas seperti *debt to equity ratio* (DER) juga menghasilkan nilai tidak signifikan, seperti disajikan dalam penelitian Suharli dan Harahap (2004) dan Suharli dan Oktorina (2005).

Hipotesis yang menyatakan nilai kas dan setara kas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *return on investment* dengan kebijakan dividen tunai perusahaan, dapat diterima karena *moderating variable* CASH memberikan signifikansi 0,01 untuk hubungan ROI ke DPR dan sifatnya memperkuat hubungan ROI ke DPR. Hal ini meneguhkan kembali teori Jensen (1986) yang menyebutkan bahwa perusahaan yang memiliki kas lebih akan mendapat tekanan untuk membagikan dividen lebih banyak. Sedangkan, CASH sebagai variabel bebas tidak signifikan mempengaruhi DPR secara langsung karena memberikan taraf signifikansi 0,281. Hasil ini memang bertentangan dengan penelitian Jensen di atas, namun konsisten dengan penelitian Suharli dan Harahap (2004). Alasannya nilai kas dan setara kas terlalu bervariasi dalam perbedaan jumlah yang signifikan. Sedangkan hipotesis nilai kas dan setara kas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *return on equity* dengan kebijakan dividen tunai perusahaan, tidak dapat diterima karena variabel CASH memberikan tingkat signifikansi di atas 0,1. Kembali hasil ini konsisten dengan pengujian hipotesis hubungan ROE dan dividen di atas, bahwa jumlah *equity* kurang *reliable* untuk menjadi data penelitian.

Hipotesis yang menyatakan likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *return on investment* dengan kebijakan dividen tunai perusahaan, dapat diterima karena variabel CR mempengaruhi (memperlemah) hubungan ROI ke DPR. CR sebagai variabel penguat baru diterapkan pada

penelitian ini. CR sebagai variabel bebas memberikan taraf signifikansi 0,010 sehingga CR secara langsung juga mempengaruhi DPR. Hal ini konsisten dengan teori Suharli dan Oktorina (2005).

Hipotesis tentang likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *return on equity* dengan kebijakan dividen tunai perusahaan, tidak dapat diterima karena CR tidak menjadi *moderating variable* untuk hubungan ROE ke DPR dan CR sebagai variabel bebas tidak mempengaruhi DPR secara langsung. Hasil sama menunjukkan konsistensi hasil dengan pengolahan hipotesis hubungan ROE dan DPR.

4. Bahasan

Profitabilitas pada penelitian ini diproksi oleh ROI dan ROE. ROI memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan, sehingga semakin besar ROI mempengaruhi dividen tunai perusahaan yang dibagikan juga semakin besar, begitu juga sebaliknya. ROI mempengaruhi dividen konsisten dengan penelitian Lintner (1956), Wirjolukito *et. al.* (2003), dan Suharli dan Oktorina (2005). Sedangkan untuk ROE tidak mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan. ROE belum dapat menjadi data penelitian karena jumlah ekuitas di Indonesia belum *reliable*, karena nilai agio atau disagio saham jarang nampak di pelaporan keuangan.

Kecukupan kas yang diproksi dengan kas dan setara kas memperkuat hubungan ROI ke kebijakan tunai perusahaan, sedangkan untuk hubungan ROE ke kebijakan tunai perusahaan, kas dan setara kas tidak sebagai *moderating variable* untuk hubungan tersebut. Kas dan setara kas secara langsung tidak mempengaruhi ke kebijakan tunai perusahaan. Sebaliknya, pengaruh arus kas bebas langsung terhadap besaran dividen tunai secara positif dihasilkan dalam penelitian Aharony dan Swary (1980). Sementara kecukupan kas sebagai variabel penguat baru diteliti pada penelitian ini bertolak dari pemikiran Jensen (1986).

Current Ratio sebagai proksi dari likuiditas memperlemah hubungan ROI ke kebijakan tunai perusahaan, sedangkan untuk hubungan ROE ke kebijakan tunai perusahaan, likuiditas tidak sebagai *moderating variable* untuk hubungan tersebut. Likuiditas secara langsung mempengaruhi kebijakan tunai perusahaan apabila memasukkan unsur ROI, sedangkan pada model yang menyertakan ROE, likuiditas tidak berpengaruh ke kebijakan tunai perusahaan secara langsung. Likuiditas berpengaruh secara langsung kepada jumlah dividen tunai konsisten dengan hasil penelitian Suharli dan Oktorina (2005). Sedangkan likuiditas menjadi variabel penguat (*moderator*) baru dikembangkan dalam penelitian ini.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Beberapa simpulan yang dapat diambil dari penelitian ini, yaitu:

1. Profitabilitas dengan proksi ROI yang mempengaruhi positif (searah) secara signifikan pada kebijakan tunai perusahaan. Hal ini konsisten dengan penelitian Lintner (1956), Wirjolukito *et. al.* (2003), dan Suharli dan Oktorina (2005);
2. Kecukupan kas memperkuat hubungan ROI ke kebijakan tunai perusahaan, namun tidak sebagai *moderating variable* untuk hubungan ROE ke kebijakan tunai perusahaan. Kecukupan kas tidak mempengaruhi kebijakan tunai perusahaan secara langsung. Hal ini berbeda dengan hasil penelitian Aharony dan Swary (1980);
3. Likuiditas perusahaan memperlemah hubungan ROI ke kebijakan tunai perusahaan dan tidak sebagai *moderating variable* untuk hubungan ROE ke kebijakan tunai perusahaan. Likuiditas secara langsung mempengaruhi kebijakan tunai perusahaan pada saat model menyertakan variabel ROI. Hasil ini menyetujui hasil penelitian Suharli dan Oktorina (2005).

Saran

Saran untuk penelitian selanjutnya adalah variabel independen yang diteliti memasukkan unsur selain profitabilitas, sehingga akan menghasilkan penelitian yang memberikan kontribusi banyak yang berkaitan tentang kebijakan dividen tunai perusahaan.

DAFTAR RUJUKAN

- Aharony, J. dan Swary, I. (1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Return: An Empirical Analysis". *Journal of Finance*: 1-12;
- Black, F. (1976). "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management*. (winter) 5-8.
- Brigham, E. F. and C. Gapenski. (1996) *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. The Dry den Press. New York.
- Gordon, M. J. (1959). "Dividends, Earnings and Stock Prices". *Review of Economics and Statistics*. (May): 99-105.
- — — — —. (1962). "The Savings, Investment and Valuation of a Corporation". *Review of Economics and Statistics*. (February).

- Hermi. (2004). "Hubungan Laba Bersih dan Arus Kas Operasi terhadap Dividen Kas pada Perusahaan Perdagangan Besar Barang Produksi di BEJ pada Periode 1999-2002". *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi Vol.4 No.3*. Universitas Trisakti. Jakarta
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2002). *Standar Akuntansi Keuangan*. per 1 April 2002. Salemba Empat, Jakarta.
- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling. (1976). "The Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*.
- Karnadi, Steve H. (1993). *Manajemen Pembelanjaan*, Yayasan Promotio Humana, Jakarta
- Lintner, John. (1956). "Distribution of Incomes of Corporation of Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". *The American Review*, May, 97-113.
- (1962). "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations". *Review of Economics and Statistics* (August): 243-269
- Miller, M., dan F. Modigliani. (1961). "Dividend policy, growth and valuation of shares". *Journal of Business*. 34: 411-433.
- Nunnally dan I. H., Bernstein. (1994). *Psychometric Theory 3rd Edition*, McGraw-Hill, USA.
- Petronela T.A. dan Mukhlisin. (2003). "Pengaruh Profitabilitas Perusahaan terhadap Ketepatan Waktu Pelaporan Laporan Keuangan dengan Opini Audit sebagai Moderating Variabel". *Jurnal Ekonomi & Bisnis Vol.3 No.1*. Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya;
- Suharli, M. (2004). "Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen". *Tesis Magister Akuntansi (Tidak Dipublikasikan)*. Jakarta;
- Suharli, M. dan Harahap, S.S. (2004). "Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen". *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*. Universitas Trisakti. Jakarta;
- Suharli, M. Dan Oktorina, M. (2005). "Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi Pada *Equity Securities* Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang Pada Perusahaan Publik Di Jakarta". *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi 8*. Solo;

Wirjolukito, A. Yanto, H. dan Sandy. (2003). Faktor-Faktor Yang Merupakan Pertimbangan Dalam Keputusan Pembagian Dividen: Tinjauan Terhadap Teori Persinyalan Dividen Pada Perusahaan *Go Public* Di Indonesia". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Universitas Katolik Indonesia Atma

