

B.16
B.16



**PUSAT STUDI
MALINDO**



USM
UNIVERSITI SAINS MALAYSIA



**PROSIDING
CONFERENCE INTERNASIONAL AND
CALL FOR PAPER**

**TRANSFORMATION MALAYSIA INDONESIA RELATION :
TOWARD ASEAN COMMUNITY**

**YOGYAKARTA - INDONESIA
25 JANUARI 2013**



**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS PEMBANGUNAN NASIONAL "VETERAN"
YOGYAKARTA**

**PROCEEDING
INTERNATIONAL CONFERENCE AND
CALL FOR PAPER**

**TRANSFORMATION MALAYSIA
INDONESIA RELATION : TOWARD
ASEAN COMMUNITY**

**YOGYAKARTA - INDONESIA
25 JANUARI 2013**

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS PEMBANGUNAN NASIONAL "VETERAN"
YOGYAKARTA**

**PROCEEDING
INTERNATIONAL CONFERENCE AND
CALL FOR PAPER**

**TRANSFORMATION MALAYSIA
INDONESIA RELATION : TOWARD ASEAN COMMUNITY**

Cetakan Tahun 2013

Katalog Dalam Terbitan (KDT):

Proceeding International Conference And *Call For Paper*
Transformation Malaysia Indonesia Relation : Toward Asean Community
xii, 209 hlm; 21 x 29.7 cm.

ISBN 978-602-9018-88-2

Hak Cipta dilindungi Undang-undang.

Dilarang memperbanyak karya tulis ini dalam bentuk dan dengan cara apa pun, termasuk fotokopi, tanpa izin tertulis dari penerbit.

UCAPAN TERIMA KASIH KEPADA
REVIEWER CALL FOR PAPER
PADA SEMINAR INTERNASIONAL TRANSFORMATION MALAYSIA
INDONESIA RELATION : TOWARD ASEAN COMMUNITY

1. Prof. DR. Didit Welly Udjiyanto, MS
Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta.
2. DR. Sabihaini, SE., M.Si
Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta
3. DR. Reevany Bustami
Universiti Sains Malaysia
4. DR. Elisha Nasaruddin
Universiti Sains Malaysia
5. Prof. Madya. Dr. Ahmad Martadha Mohamed
Universiti Utara Malaysia
6. DR. Himawan Bayu Patriadi
Universitas Jember
7. Elin Palm,
Linkoping University, Sweden

KATA PENGANTAR

Hubungan Indonesia dan Malaysia telah berlangsung selama 40 tahun. Hubungan kedua negara tersebut mengalami pasang surut, berbalikan dengan keadaan selama masa Indonesia dan Malaysia sebelum merdeka. Sebelum terbentuk menjadi negara berdaulat, Indonesia dan Malaysia pernah memiliki keinginan untuk membentuk *the Greater Malay* atau *the Greater Indonesia*. Namun, keinginan tersebut tidak pernah terwujud karena berbagai faktor yang berkembang dalam *setting* sejarah pada masa setelah Perang Dunia I dan Perang Dunia II. Kenyataan bahwa Indonesia dan Malaysia merupakan saudara serumpun ternyata tidak dapat menjadi faktor yang signifikan dalam menciptakan hubungan bilateral yang konstruktif. Memanasnya hubungan Indonesia dan Malaysia sepertinya menjadi ritual tahunan dan dapat dikatakan dengan istilah "hangat-hangat tahi ayam".

Keberadaan Komunitas Sosial dan Kultural ASEAN (*ASEAN Social and Cultural Community, ASCC*) dapat menjadi wadah yang tepat untuk proses pengakuan dan mediasi budaya sesama anggota ASEAN. Pengakuan dimulai dari identifikasi dan telaah yang mendalam atas klaim yang muncul, dan memberikan penilaian mengenai relevansi dan substansinya.

Pusat Studi Malindo (PSM) dirancang dan dirikan oleh empat Universitas di Malaysia dan Indonesia, yaitu Universiti Sains Malaysia, dan Universiti Utara Malaysia, Universitas Pembangunan Nasional (UPN) "Veteran" Yogyakarta, dan Universitas Jember.

Pusat Studi Malindo (PSM) adalah sebuah lembaga independen, non profit dan non partisan dan yang berbasis pada komunitas akademik dan focus kegiatan pada pengembangan kajian kebijakan, ekonomi, sosial dan budaya melalui penguatan gagasan, sikap kritis serta tindakan taktis elemen masyarakat akademik, *civil society*, masyarakat ekonomi dalam membangun kemitraan strategis Indonesia dan Malaysia.

Melalui Pusat Studi Malindo dapat mengambil peran aktif sebagai penghubung. Sebagai forum ilmiah, Malindo memegang peran penting yang dapat membantu peningkatan hubungan antara Indonesia dengan Malaysia. Sebagai sebuah lembaga akademik, Malindo dapat menempatkan diri sebagai *inner circle* yang netral.

Pusat Studi Malindo diresmikan pada tanggal 25 Januari 2013 yang bertempat di UPN "Veteran" Yogyakarta, Indonesia. Peresmian Pusat Studi Malindo diisi dengan *Seminar Internasional*. Tema yang diangkat adalah "*Transformation Malaysia Indonesia Relation: Toward ASEAN Community 2015*".

Dalam Seminar Internasional ini Panitia telah menerima 23 artikel dari berbagai Perguruan Tinggi di Indonesia, Malaysia, dan Sweden. Setelah melalui beberapa *review*, maka artikel yang dipresentasikan sebanyak 15 artikel. Akhir kata, kami ucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang tidak dapat kami sebutkan satu persatu yang telah membantu dan memberikan kontribusi dalam proses dan pelaksanaan peresmian Pusat Studi Malindo, Seminar Internasional dan dalam penyusunan prosiding ini. Terimakasih.

Yogyakarta, 25 Januari 2013

Chairman

ttd.

Dr. Sabihaini, SE.,M.Si

SAMBUTAN DEKAN FAKULTAS EKONOMI UPN "VETERAN" YOGYAKARTA

Assalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh

Yang Saya Hormati

- Delegasi Dari University Sains Malaysia
- Delegasi Dari University Utara Malaysia
- Delegasi Dari Linkoping University Sweden
- Bapak Rektor UPN "Veteran" Yogyakarta
- Bapak/Ibu Wakil Rektor di lingkungan UPN "Veteran" Yogyakarta
- Bapak/Ibu Dekan di lingkungan UPN "Veteran" Yogyakarta
- Bapak/Ibu Ketua Jurusan di lingkungan UPN "Veteran" Yogyakarta
- Bapak/Ibu dan Saudara peserta seminar yang berbahagia

Pertama-tama, marilah kita memanjatkan puji dan syukur kehadirat Allah SWT (Tuhan) Yang Maha Kuasa yang telah memberikan rahmat, kesehatan, keselamatan dan karunia-Nya kepada kita semua, sehingga pada hari ini kita dapat mengikuti Seminar Internasional dan pembukaan Pusat Studi Malindo (PSM) yang diselenggarakan oleh Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta dengan tema **"Transformation Malaysia Indonesia Relation: Toward ASEAN Community 2015"**

Kedua, saya ucapkan terimakasih kepada para pembicara, para Delegasi dari Malaysia, Sweden maupun dari Jember serta peserta seminar yang telah meluangkan waktu untuk datang ditempat ini dalam acara Seminar Internasional yang diselenggarakan oleh panitia dari Pusat Studi Malindo (PSM). Ketiga, saya ucapkan terimakasih kepada para panitia dan semua pihak yang tidak bisa saya sebutkan satu persatu yang telah bersusah payah dan membantu untuk menyiapkan dan bekerja keras sehingga Seminar Internasional ini dapat terselenggara dengan baik.

Bapak.Ibu, Saudarapeserta seminar yang berbahagia,

Indonesia dan Malaysia merupakan saudara serumpun dan sahabat, namun dalam hubungan bilateral kadang kurang harmonis dan banyak persepsi, hal ini disebabkan oleh beberapa faktor diantaranya kurangnya komunikasi yang baik, sehingga menimbulkan persepsi-persepsi yang tidak nyaman.Oleh karena itu pada kesempatan yang baik ini, kita sebagai salah satu bagian yang ada di dunia pendidikan mencoba untuk mengumunkasikan lewat seminar internasional dan membetuk Pusat Studi Malindo (PSM).

Bapak, Ibu, Saudara peserta seminar yang saya banggakan,

Pusat Studi Malindo (PSM) adalah sebuah lembaga Independen, non profit, sosial dan non partisan yang berbasis pada komunikasi akademik dan dengan fokus kegiatan pada pengembangan kajian kebijakan, ekonomi, sosial dan budaya melalui penguatan gagasan dan Ide-Ide, sikap kritis serta tindakan nyata yang memberikan dampak dan sumbangan terhadap kemajuan perkembangan kita bersama. Melalui Pusat Studi Malindo (PSM) ini pula diharapkan dapat menjembatani kekurangharmonisan antara kita semua, baik komunikasi maupun Informasi bagi pihak-pihak yang berkompeten.

Akhirnya, kami mengajak semua pihak untuk bersama-sama memberikan informasi yang benar supaya tidak terjadi kesalahan informasi dan menjadi mediasi guna menjalin hubungan yang baik diantara Indonesia dan Malaysia. Kiranya sambutan saya cukup sekian, dan sekali lagi saya mengucapkan terimakasih kepada

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	v
SAMBUTAN	vii
DAFTAR ISI	ix
Transformation Issue and Indonesia-Malaysia Relations Assoc. Prof. Dr. Ahmad Martadha Mohamed dan Dr. Suyatno	1
The Development Of Islamic Education In Nusantara: Exploring Experience In Malaysia Solahuddin bin Ismail dan Dr. Rozita binti Abdul Mutalib	7
Malindo And Conflict Management In Southeast Asia: Social And Cultural Approaches To The Enhancement Of Indonesia-Malaysia Relations Dr. Baiq Wardhani, Citra Hennida MA, Dr. Wahyu Wicaksana	15
Migration - A Global Concern Elin Palm	23
Tuntutan Budaya Antara Malaysia Dengan Indonesia: Sumber Konflik dan Jalan Penyelesaiannya (Malaysia And Indonesia's Claims Over Cultural Heritages: Sources Of Conflicts And Solutions) Rusdi Omar, Abubakar Eby Hara & Muhammad Afifi Abdul Razak	29
Do Common Drive Stock Split Decisions For Overvalued Of The Firm? Hendro Widjanarko.....	39
Analysis Of The Influence Of The Growth Of Sales, Investment, Liquidity, Profitability, and Size Of Firm Policy Against The Dividend Payout Ratio On A Manufacturing Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange Kholrul Hikmah, SE, M.SI, Sahibul Yamin, SE	49 ✓
Free Flow Of Skilled Labour In Asean Economic Community: Opportunity And Challenges Joko Susanto dan Windyastuti	67
Asean-China Free Trade Area, Are We Ready? Rini Dwi Astuti	75

ANALYSIS OF THE INFLUENCE OF THE GROWTH OF SALES, INVESTMENT, LIQUIDITY, PROFITABILITY, AND SIZE OF FIRM POLICY AGAINST THE DIVIDEND PAYOUT RATIO ON A MANUFACTURING COMPANIES LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE

KHOIRUL HIKMAH, SE, M.SI
khoirulhikmah@ymail.com

SAHIBUL YAMIN, SE
Faculty of Economic
University of Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta
Jalan SWK 104 (Lingkar Utara), Yogyakarta 55283, Indonesia

ABSTRACT

This research was to examine influenced of profitability, leverage, investment opportunity set, and liquidity to the dividend payout ratio. By using purposive sampling on the data of Manufacturing company listed in BEI 2006-2010. The number of sample use in this research were 50 company. Data was analyzed use Multiple Linier Regression. The result of the research indicated that all of variables independent have positive effect together to dividend payout ratio. There was positive effect significant Return On Equity to DPR, there was no positive effect significant Debt to Equity Ratio to DPR, there was negative effect significant IOS to DPR and there was no positive effect significant Current Ratio to DPR

Keywords: *profitability, leverage, investment opportunity set, liquidity, dividend payout ratio.*

1. PENDAHULUAN

Perkembangan ekonomi di Indonesia pada saat ini sudah memasuki era pasar bebas atau globalisasi dimana sektor industri harus mempersiapkan diri untuk menghadapi persaingan yang semakin ketat dari sektor lain maupun dari sektor sejenis di dalam negeri. Sehingga dibutuhkan dana yang besar untuk mampu bersaing di pasar global. Perusahaan membutuhkan Pasar modal sebagai sarana mobilitas dana yang bersumber dari masyarakat dan menyalurkan dana tersebut ke berbagai sektor yang membutuhkannya. Sehingga para pemilik modal atau investor mempunyai peranan penting dalam perekonomian.

Ekspektasi dari para investor terhadap investasinya adalah memperoleh *return* sebesar-besarnya dengan risiko tertentu. Tingkat pengembalian tersebut dapat berupa *capital gain* ataupun *dividend*, untuk investasi pada saham, dan berupa pendapatan bunga untuk investasi pada surat hutang. Di lain pihak, perusahaan juga mengharapkan adanya pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya, yang dapat memberikan kesejahteraan yang lebih besar kepada para pemegang sahamnya.

Tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan *dividend* tidak mudah diprediksi. Hal tersebut disebabkan kebijakan *dividend* adalah kebijakan yang sulit dan serba dilematis bagi pihak manajemen perusahaan. Kebijakan *dividend* tersebut dianalogikan sebagai sebuah *puzzle* yang berkelanjutan. Kebijakan *dividend* merupakan teka-teki yang sulit untuk dijelaskan, dan selalu menimbulkan tanda tanya besar bagi investor, kreditor, bahkan kalangan akademisi, (Michell Suharli dan Oktarina 2005). Kebijakan *dividend* dipengaruhi oleh peluang investasi dan ketersediaan dana untuk membiayai investasi baru (Joel Fred Weston dan Eugene Bringham, 1990).

Para investor yang tidak bersedia mengambil risiko tinggi (*risk aversion*) tentu saja akan memilih *dividend* daripada *capital gain*. Investor seperti ini biasanya investor jangka panjang dan sangat cermat dalam mempertimbangkan kemana dananya akan diinvestasikan. Investor seperti ini tidak berniat mengambil risiko demi *capital gain* dimasa yang akan datang. Mereka akan lebih berorientasi kepada *dividend* saat ini. Hal ini sesuai dengan "*The bird in the hand theory*" yang diungkapkan Myron Gordon dan John Litner (1958) dalam Tri Yulia Ningsih (2006). Teori tersebut menyatakan bahwa *dividend* sekarang lebih menguntungkan dibandingkan dengan saldo laba, karena ada kemungkinan nantinya saldo laba tersebut tidak menjadi *dividend* dimasa yang akan datang. Namun demikian, teori tersebut hanya memandang dari sisi pemegang saham (investor), sedangkan diposisi manajemen, tingkat pengembalian investor merupakan salah satu dilematis dari keputusan yang akan diambil.

Wirjolukito *et. al.* (2003) mengungkapkan bahwa pembayaran *dividend* dan bunga hutang akan mengurangi arus kas bebas yang tersedia bagi manajer agar dapat di investasikan di dalam proyek kecil yang memiliki nilai sekarang bersih positif dan *perquisites*, berdasarkan teori agensi (*agency theory*), pihak manajemen adalah agen (*agents*) pemilik, sedangkan pemilik perusahaan merupakan *principal*. Konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham akan mengakibatkan biaya keagenan (*agency cost*) dan biaya keagenan dapat diminimalisir dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Kebijakan *dividend* kas dapat menjadi salah satu bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap pihak manajemen, dan pemegang saham berusaha menjaga agar pihak manajemen tidak terlalu banyak memegang kas, karena kas yang besar akan menstimulus pihak manajemen untuk menikmati kas tersebut bagi kepentingan manajemen itu sendiri, begitu juga sebaliknya dengan alasan mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan menambah investasi untuk pertumbuhan atau melunasi hutang (Michell Suharli dan Oktorina 2005). Ketiga pertimbangan tersebut dikatakan sebagai upaya untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Salah satu alat untuk mengukur kinerja dan selanjutnya digunakan sebagai dasar prediksi secara valid adalah laporan keuangan.

Laporan keuangan merupakan media komunikasi antara perusahaan dengan pihak-pihak eksternal yang membutuhkan untuk pengambilan keputusan. Fokus utama dalam pelaporan keuangan adalah informasi mengenai kinerja perusahaan yang tersedia dengan mengukur rasio keuangan dengan arus kas yang ada. Laporan keuangan yang wajib disajikan pada umumnya adalah neraca, laporan laba rugi, dan laporan arus kas. Kebijakan *dividend* dapat diprediksi dengan menggunakan rasio-rasio keuangan yang dapat digunakan antara lain, rasio profitabilitas, *investment opportunity set*/pertumbuhan investasi, *leverage* dan likuiditas.

Rasio profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (*profit*). Laba inilah yang akan menjadi dasar pembagian *dividend* perusahaan, apakah *dividend* tunai atau *dividend* saham. Laba perusahaan tersebut dapat ditahan (sebagai laba ditahan) dan dapat dibagi (sebagai *dividend*). Peningkatan laba bersih suatu perusahaan investasi akan meningkatkan tingkat pengembalian investasi berupa *dividend* bagi investor. Pihak manajemen akan membayar *dividend* untuk memberi *signal* (sinyal) mengenai keberhasilan perusahaan membukukan *profit* (Wirjolukito *et. al.* 2003). Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar *dividend* merupakan fungsi dari keuntungan. Profitabilitas mutlak diperlukan perusahaan apabila hendak membayarkan *dividend*. Dalam penelitian ini variabel profitabilitas diproksi menggunakan *Return On Equity (ROE)*. *Return On Equity (ROE)* merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan. Pertimbangan utama karena ROE merupakan turunan dari ROI sehingga hasilnya dapat menggambarkan profitabilitas.

Rasio *leverage* merupakan rasio keuangan yang mengukur seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang. Penggunaan hutang oleh perusahaan akan menimbulkan biaya tetap berupa beban bunga. Menurut Michell Suharli (2005), bahwa perusahaan yang mempunyai hutang memiliki peluang investasi yang tidak menguntungkan serta arus kas bebas yang tinggi. Membedakan perusahaan yang pembayaran *dividend*nya tinggi dengan yang rendah, Michell Suharli (2005) mengatakan bahwa perusahaan yang pembayaran *dividend*nya rendah mempengaruhi harga saham secara positif pada pengumuman penawaran

hutang. Pada penelitian ini proksi dari rasio *leverage* menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). *Debt to Equity Ratio* merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi semua kewajiban yang ditunjukkan oleh bagian dari modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang (Bambang Riyanto, 2001). Semakin rendah DER maka semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam membayar seluruh kewajibannya. Diharapkan semakin rendah DER maka semakin besar tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan *dividend*.

Pertumbuhan investasi (*Investment opportunity set*) adalah tersedianya berbagai alternatif investasi dimasa yang akan datang bagi perusahaan. Adanya pertumbuhan investasi dalam perusahaan diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi pertumbuhan perusahaan tersebut. Prospek perusahaan yang sedang bertumbuh bagi para investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan (*expected*) akan memberikan imbal hasil (*return*) yang tinggi. Apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar *dividend* yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai *dividend* kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan, bahkan untuk mengatasi masalah *underinvestment*. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan *dividend* lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment* (Michell Suharli, 2007).

Wirjolukito *et. al.* (2003) mengukur pemanfaatan pertumbuhan investasi dapat diukur dengan peningkatan aktiva tetap bersih. Hal itu sesuai dengan format laporan arus kas (*statement of cash flow*) yang mengukur investasi dari aktiva tetap berwujud dan investasi jangka panjang (Michell Suharli, 2005). Penelitian Wirjolukito *et. al.* (2003) menemukan hubungan parameter estimasi dan arah variabel peluang investasi kepada kebijakan *dividend* bernilai positif, dengan demikian hal itu dapat memberikan sinyal bagi perusahaan untuk melaksanakan kebijakan *dividend*. Penelitian Michell Suharli (2007), manajer cenderung untuk menginvestasikan arus kas bebas kedalam peluang investasi dan memperbesar ukuran perusahaan meskipun tidak menguntungkan. Penelitian *Investment Opportunity Set* (IOS) di proksikan menggunakan pertumbuhan investasi. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi berarti memiliki banyak kesempatan investasi. Semakin besar kesempatan investasi maka semakin kecil tingkat pengembalian investasi berupa *dividend*, karena laba yang dihasilkan akan diinvestasikan kembali kedalam perusahaan.

Rasio likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mendanai operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Rasio ini untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek melalui jumlah aktiva lancarnya. Pada penelitian ini proksi dari likuiditas menggunakan *Current Ratio* (CR). CR merupakan salah satu ukuran rasio likuiditas (*likudity ratio*) yang dihitung dengan membagi aktiva lancar (*current assets*) dengan hutang lancar (*current liability*). Semakin besar CR menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga akan mengakibatkan tingkat pengembalian investasi yang semakin besar. Penelitian ini berupaya mempelajari beberapa faktor yang dapat dijadikan alat prediksi terhadap tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan *dividend*.

Profitabilitas/Profitability

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (*profit*). Laba perusahaan tersebut dapat ditahan (sebagai laba ditahan) dan dapat dibagikan (sebagai *dividend*). Prosentase laba yang dibagikan sebagai *dividend* disebut sebagai *Dividend Payout Ratio* (DPR). Besar kecilnya laba yang diperoleh akan mempengaruhi besar kecilnya *dividend* yang akan dibagikan. Semakin besar tingkat laba atau profitabilitas yang diperoleh perusahaan akan mengakibatkan semakin tinggi pula *dividend payout rationya*.

Profitabilitas dapat diukur melalui jumlah laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik. Profitabilitas mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan sebagaimana ditunjukkan dari keuntungan penjualan dan investasi. Pihak manajemen akan membayar *dividend* dan memberi *signal* (sinyal) mengenai keberhasilan perusahaan membukukan *profit* Michell Suharli

dan Oktarina (2005). Profitabilitas perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasional perusahaan, profitabilitas juga menunjukkan bahwa perusahaan memiliki atau mendapatkan laba (*profit*) yang besar akan memiliki kesempatan investasi yang baik untuk bersaing dengan industri sejenis maupun berbeda (Garing Pagalung, 2003). Semakin tinggi profitabilitas perusahaan menunjukkan efektifitas dan kemampuan perusahaan yang tinggi untuk menghasilkan laba dimasa yang akan datang. Peningkatan profitabilitas suatu perusahaan akan mempengaruhi kesempatan perusahaan untuk melakukan Investasi yang menguntungkan. Investasi tersebut menunjukkan pertumbuhan perusahaan, dan pertumbuhan perusahaan tersebut merupakan informasi penting bagi para investor sebagai pertimbangan dalam menanamkan modalnya.

Profitabilitas diukur menggunakan 2 (dua) rasio, yaitu: *return on investment* (ROI) dan *return on equity* (ROE). ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. ROI juga sering disebut ROA (*return on asset*). Rasio ini merupakan rasio antara laba bersih setelah pajak (*Net Income After Tax*) dengan total asset dari perusahaan. ROI mengukur kemampuan perusahaan secara keseluruhan didalam menghasilkan keuntungan dengan jumlah keseluruhan aktiva yang tersedia didalam perusahaan. ROI yang tinggi mengindikasikan tingkat laba yang tinggi pula, perusahaan dengan laba yang tinggi pastinya akan menarik investor. Semakin banyak investor yang berminat terhadap suatu perusahaan maka pertumbuhan perusahaan tersebut juga akan cenderung meningkat, dengan meningkatnya pertumbuhan perusahaan maka pertumbuhan investasi juga akan meningkat.

Return On Equity (ROE) merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan. Ekuitas pemilik adalah jumlah aktiva bersih perusahaan. *Return On Equity* (ROE), rasio ini menunjukkan berapa persen diperoleh laba bersih bila di ukur dari modal pemilik, semakin besar ROE semakin bagus (Sopyan Syafitri Harahap, 2002). *Return On Equity* (ROE) adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan atau laba dengan modal sendiri. Perhitungan ROE sebuah perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan formula/rumus :

$$ROE = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

Leverage

Leverage keuangan merupakan penggunaan dana dengan beban tetap dengan harapan atas penggunaan dana tersebut akan memperbesar pendapatan perlembar saham (Martono, 2003). *Leverage* keuangan mengukur seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang. Penggunaan hutang oleh perusahaan akan menimbulkan biaya tetap berupa beban bunga. Penggunaan hutang yang lebih besar dalam struktur modal perusahaan akan menyebabkan resiko kegagalan yang tinggi. *Leverage* mempunyai kecenderungan untuk meningkatkan arus arus pendapatan, maka *leverage* juga akan meningkatkan resiko, dengan semakin besar proporsi hutang yang digunakan perusahaan semakin tinggi *leverage* keuangannya dan semakin tinggi resiko keuangan yang melekat pada perusahaan tersebut.

Leverage dalam penelitian ini yang diprosikan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) adalah rasio yang dimaksudkan untuk mengukur seberapa jauh aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang (Bambang Riyanto, 2001) dan dapat dihitung menggunakan formulasi /rumus :

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

Investment Opportunity Set (Pertumbuhan Investasi)

Pertumbuhan nilai perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh semua pihak baik oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen, maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditor. Pertumbuhan ini diharapkan dapat memberikan aspek yang positif bagi perusahaan. Perusahaan yang tumbuh merupakan suatu prospek yang menguntungkan bagi investor, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberi *return* yang tinggi, sehingga perusahaan dituntut untuk tumbuh agar dapat memaksimalkan kekayaan para investor dengan menggunakan peluang investasi (*Investment Opportunity*) sebaik-baiknya, hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Aulia Setyaningsum (2007) menyatakan bahwa peluang tumbuh perusahaan terlihat pada pertumbuhan investasi yang diproyeksikan dengan berbagai kombinasi nilai *Investment Opportunity Set*.

Investment Opportunity Set (IOS) juga merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan pertumbuhan/*growth option* pada masa yang akan datang (Subekti dan Kusuma, 2001). IOS adalah tersedianya alternatif pertumbuhan investasi di masa datang bagi perusahaan, dan IOS merupakan nilai sekarang dan pilihan perusahaan untuk membuat investasi dimasa mendatang (Susana Fijrianti dan Hartono, 2002).

Menurut Garing Pagalung (2003) pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size* (ukuran), sementara *Investment Opportunity Set* merupakan opsi untuk berinvestasi dalam proyek yang dimiliki *net present value* yang positif. Menurut kedua peneliti tersebut IOS juga meningkatkan *size* perusahaan, sedangkan tidak semua *growth opportunities* memiliki *net present value* yang positif.

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran (*expenditure*) yang ditetapkan oleh manajemen dimasa mendatang, yang merupakan pilihan-pilihan investasi saat ini dan diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar (Susana Fijrianti dan Hartono, 2002). Secara sederhana IOS digambarkan sebagai komponen dari nilai perusahaan yang merupakan hasil dari pilihan-pilihan investasi dimasa depan. Nilai perusahaan yang merupakan pilihan-pilihan investasi di masa depan tersebut tergantung pada *discretionary expenditure* manajer (Subekti dan Kusuma, 2001). *Investment Opportunity Set* (IOS) yang bersifat tidak dapat diobservasi, sehingga perlu dipilih suatu proksi yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan.

Investment Opportunity Set (IOS) adalah salah satu komponen penting dalam perusahaan, namun keberadaannya laten. Artinya tidak dapat diobservasi atau *unobservable* secara langsung. Proksi yang dapat menjelaskan keterkaitannya dengan variabel lain (Setyaningsum 2007). Proksi *Investment Opportunity Set* (IOS) terdiri dari berbagai macam rasio yang dapat diklasifikasikan dalam tiga tipe (Yusuf dan Firdaus, 2005) adalah sebagai berikut:

- a. Proksi yang berbasis harga saham (*price-based proxies*)
Proksi ini berdasarkan pada adanya perbedaan antara nilai perusahaan dengan aktiva yang dimiliki perusahaan. Proksi ini menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan dinyatakan dalam harga pasar, yaitu harga-harga saham yang mengalami pertumbuhan yang ditunjukkan dengan nilai pasar yang relatif tinggi dibandingkan dengan nilai pasar yang relatif tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*asset in place*)
- b. Proksi yang berbasis pada investasi (*investment-based proxies*)
Proksi ini seberapa besar aktivitas investasi perusahaan. Proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai *Investment Opportunity Set* (IOS) suatu perusahaan dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau diinvestasikan dalam kurun waktu yang lama.
- c. Proksi yang berbasis varian (*variance measurement*)
Proksi ini merupakan proksi yang mengungkapkan bahwa suatu opsi/pilihan akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva.

Proksi yang digunakan dalam penelitian sebelumnya (Ardi Hamzah, 2007) menggunakan proksi tunggal, proksi yang digunakan adalah proksi yang berbasis pada investasi, yaitu perubahan nilai aktiva tetap dibagi dengan total aktiva. Berdasarkan uraian diatas, maka proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah proksi yang berbasis investasi atau (*Investment-based proxies*), karena proksi ini memiliki korelasi yang signifikan dengan realisasi *Investment Opportunity Set* (Ardi Hamzah, 2007). Proksi *Investment Opportunity Set* (IOS) adalah perubahan nilai aktiva tetap periode sekarang dikurangi aktiva tetap periode sebelumnya dan dibagi dengan total aktiva periode sebelumnya (Ardi Hamzah, 2007). Proksi ini digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya *assets* yang dimiliki oleh perusahaan.

Likuiditas (*Liquidity*)

Likuiditas berhubungan erat dengan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial yang segera harus dipenuhi. Rasio likuiditas adalah mengukur likuiditas jangka pendek perusahaan dengan melihat aktiva lancar perusahaan terhadap hutang lancarnya, hutang dalam hal ini merupakan kewajiban perusahaan (Muhammad Hanafi Mamduh & Abdul Halim, 2007). Perusahaan yang mempunyai kemampuan untuk membayar utang jangka pendeknya disebut perusahaan likuid. Kemampuan untuk membayar utang jangka pendek suatu perusahaan diukur dari kemampuan perusahaan untuk mendapatkan kas (alat pembayaran) atau kemampuan untuk mengkonversikan aktiva non kas menjadi kas. Aspek likuiditas tidak dipandang hanya pada suatu saat, tetapi dikaitkan dengan saat periode tahun buku atau kadang-kadang diidentifikasi dengan siklus operasi normal perusahaan. Likuiditas juga dapat diartikan sebagai *technical solvency*, yang bagi perusahaan lebih kurang berarti bahwa setiap tagihan finansial yang sudah waktunya untuk dibayar harus selalu dapat disediakan alat pembayarannya. Perusahaan mampu membayar kewajiban keuangannya dengan menyediakan bentuk-bentuk alat pembayaran sebagai berikut: (1) uang kas dan sejenisnya (*cash ratio* dan *acid test ratio*); (2) kekayaan perusahaan yang dalam waktu singkat dapat dijadikan uang tanpa mengganggu jalannya perusahaan (*quick ratio*); dan (3) kekayaan perusahaan yang dalam waktu yang tidak terlalu lama dapat dijadikan uang tanpa mengganggu jalannya perusahaan (*current ratio*).

Ukuran likuiditas yang dipakai dalam penelitian ini adalah *current ratio*, sebagai *variable moderator*. *Current ratio* yaitu, rasio yang digunakan untuk menghasilkan berapa besar kemampuan perusahaan dalam membayar hutang lancarnya dengan aktiva lancar yang tersedia. *Current ratio* merupakan perbandingan antara aktiva lancar dengan kewajiban/utang jangka pendek dari kegiatan operasional. Aktiva lancar yang dimaksud adalah aktiva yang dianggap perusahaan dapat diartikan segera atau dalam waktu setahun atau kurang. Kewajiban jangka pendek adalah kewajiban yang jatuh tempo setahun atau kurang. Likuiditas dapat diukur dengan menggunakan rumus :

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} \times 100\%$$

Rasio ini mengukur seberapa jauh pengaruh likuiditas yang diprosikan dalam *current ratio* memperkuat atau memperlemah pengaruh profitabilitas, *Levarage*, dan *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap kebijakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang dibayarkan perusahaan.

Current ratio mengindikasikan bahwa semakin besar rasio ini, semakin kuat atau besar kemampuan perusahaan dalam menjamin setiap rupiah hutang-hutang lancarnya dengan aktiva lancarnya. Dalam praktik, klaim atas hutang-hutang tersebut selalu terjadwal dengan baik, sehingga rasio ini akan memberikan keuntungan bagi manajemen karena dapat memperkirakan kemampuan likuiditas untuk membayar pengeluaran dan biaya selain hutang yang sudah terjadwal. Penelitian tentang likuiditas sebagai *variable moderator* terhadap faktor yang mempengaruhi kebijakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) belum ditemukan di Indonesia. Penelitian ini

bermaksud menguji apakah likuiditas memperkuat atau memperlemah pengaruh profitabilitas, *Leverage*, dan *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap jumlah *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang dibayarkan perusahaan.

Pengertian *Dividend*

Dividend adalah proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham perusahaan dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah lembar yang dimilikinya (Zaki Baridwan, 1996). Rencana pembayaran *dividend* kepada pemegang saham perusahaan diputuskan oleh dewan direksi perusahaan. Nilai dan waktu pembayaran *dividend* ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan nilai yang dibagikan dapat berkisar antara nol hingga sebesar laba bersih tahun berjalan atau tahun lalu.

Teori Kebijakan *Dividend*

Kebijakan *dividend* adalah keputusan mengenai apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk pembiayaan investasi dimasa datang (Agus Sartono, 2001). Kejadian *dividend* yang optimal merupakan suatu kebijakan *dividend* yang menciptakan keseimbangan antara *dividend* saat ini dan pertumbuhan dimasa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga suatu perusahaan (Joel Fred Weston dan Eugene Brigham F. Huston, 1990). Beberapa teori yang digunakan sebagai landasan penentuan *dividend* adalah sebagai berikut:

a. *Dividend Irrelevance Teory*

Teori yang menyatakan bahwa kebijakan *dividend* tidak mempunyai pengaruh, baik terhadap harga saham maupun biaya-biaya modalnya atau dapat dikatakan bahwa kebijakan *dividend* sebenarnya tidak relevan. Menurut Joel Fred Weston dan Eugene Brigham F. Huston, (1990) nilai suatu perusahaan hanya tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada keputusan untuk membagi pendapatan tersebut dalam bentuk *dividend* atau menahannya dalam bentuk laba ditahan.

b. *Bird in the Hand Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Litner (1956) dalam Tri Yulia Ningsih (2006) menyanggah asumsi teori ketidakrelevanan *dividend* yaitu bahwa kebijakan *dividend* tidak mempengaruhi tingkat *return* saham yang diisyaratkan oleh investor yang dinotasikan ks. Gordon dan Linther berpendapat bahwa ks akan meningkat jika pembagian *dividend* dikurangi, karena investor merasa lebih yakin terhadap penerimaan pembiayaan *dividend* daripada *capital gain* yang akan dihasilkan dari laba ditahan (Joel Fred Weston dan Eugene Brigham, 1990). Mereka menyatakan bahwa investor menilai uang yang akan diharapkan dari *dividend* jauh lebih berharga daripada uang yang diharapkan dari kenaikan *capital gain* karena komponen hasil *dividend* (DI/PO) lebih kecil risikonya daripada komponen pertumbuhan (g) pada persamaan total laba untuk diharapkan oleh investor. Sebagian investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali *dividend* mereka ke dalam perusahaan yang bersangkutan atau perusahaan sejenis, dan tingkat risiko pendapatan investor di masa depan tidak ditentukan oleh kebijakan *dividend* melainkan ditentukan oleh risiko investasi dihadapan perusahaan.

2. *Tax Preference Theory*

Tax Preference theory menyatakan jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas *dividend*, maka saham yang akan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenakan pajak yang sama dengan pendapatan atas *dividend*, maka keuntungan *dividend* akan berkurang (Agus Sartono, 2001). Pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan pajak atas *dividend*, karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas *dividend* harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran *dividend*. Periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak *capital gain* dan pajak *dividend*. *Dividend* cenderung dikenakan pajak lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham daripada *dividend yield* yang tinggi, sehingga disarankan

agar perusahaan lebih baik menentukan *dividend payout ratio* yang lebih rendah atau bahkan tidak membagikan sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2002), kebijakan *dividend* yang fleksibel mencakup bentuk *dividend* yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, yakni: *dividend* tunai, *dividend* saham, pemecahan saham (*stock split*), dan pembelian saham kembali (*repurchase of stock*). Kebijakan *dividend* perusahaan tercermin dalam rasio pembayaran *dividend* (*Dividend Payout Ratio*). Kebijakan *dividend* oleh perusahaan merupakan tingkat pengembalian investasi pada sisi investor.

Raymond Naveli (1989) mengungkapkan bahwa secara umum kebijakan *dividend* yang ditempuh perusahaan adalah salah satu dari 3 kebijakan ini, yaitu (1) *Constant Dividend Payout Ratio*, (2) *Stable Per Share Dividend*, dan (3) *Regular Dividend Plus Extra*.

Dividend Payout Ratio

Dividend adalah merupakan aliran kas yang berupa imbalan yang dibayarkan oleh perusahaan atau emiten kepada pemegang saham atau investor (Bambang Riyanto, 1995). Persentase dari pendapatan yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai *cash dividend* disebut *dividend payout ratio* (Bambang Riyanto, 1995). *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditentukan berdasarkan besar kecilnya laba bersih setelah pajak. Jumlah *dividend* yang dibayarkan akan mempengaruhi harga saham atau kesejahteraan pemegang saham. *Dividend Payout Ratio* (DPR) merupakan fungsi dari assets, ekuitas, dan keuntungan suatu perusahaan Sutrisno (2000) dalam Tri Yulia Ningsih (2006). Litner (1956) dalam Tri Yulia Ningsih (2006) memberikan alasan yang rasional bahwa perusahaan-perusahaan enggan untuk menurunkan *dividend*, jika perusahaan memotong *dividend* maka akan dianggap sinyal yang buruk karena perusahaan membutuhkan dana. Perusahaan yang mempunyai resiko tinggi cenderung untuk membayar *dividend payout ratio* (DPR) lebih kecil supaya tidak memotong *dividend*.

Dividend Payout Ratio (DPR) adalah perbandingan antara *dividend* yang dibayarkan dengan laba bersih yang didapatkan dan biasanya disajikan dalam bentuk presentase. Semakin tinggi *Dividend Payout Ratio* (DPR) akan menguntungkan investor tetapi dari pihak perusahaan akan memperlemah internal finansial karena memperkecil laba ditahan, tetapi sebaliknya *Dividend Payout Ratio* (DPR) semakin kecil akan merugikan para pemegang saham (investor) tetapi internal finansial perusahaan semakin kuat (Indrio Gitosudarmo, dan Basri, 1995).

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earnings Per Share}} \times 100\%$$

Penelitian Terdahulu

Sri Sudarsih (2002) menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* pada industri perbankan yang listed di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan variabel posisi kas (*cash position*), profitabilitas dan potensi pertumbuhan (*growth potencial*). Hasil penelitian, CP dan GP tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap DPR, sehingga disimpulkan bahwa *cash position*, profitabilitas, dan *Growth Potencial* tidak mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* (DPR).

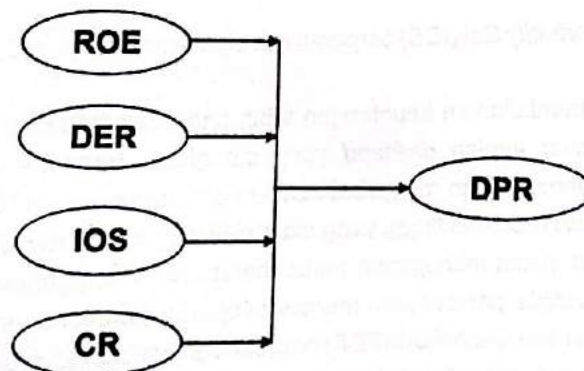
Sunarto dan Kartika (2003), menganalisis factor-faktor yang mempengaruhi *dividend* kas perusahaan go public di Bursa Efek Indonesia periode 1999-2000. Pada penelitian ini menggunakan variabel ROI, *Cash Ratio*, *Current Ratio*, *Debt to Total Assets* (DTA), dan EPS. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa EPS signifikan berpengaruh positif terhadap *Cash Dividend* di BEI, terbukti. *Cash Ratio*, *Current Ratio*, DTA, ROI tidak dapat diterima karena tidak berpengaruh signifikan terhadap *Cash Dividend*. Kemampuan prediksi kelima variabel

tersebut (*Cash Ratio*, *Current Ratio*, DTA, ROI dan EPS) secara bersama-sama terhadap *Cash Dividend* sebesar 0,444 seperti ditunjukkan oleh *adjusted R-square*; sedangkan sisanya 0,556 dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak termasuk dalam model regresi.

Michell Suharli dan Oktarina (2005), memprediksi tingkat pengembalian Investasi pada *equity securities* melalui rasio profitabilitas, likuiditas, dan hutang pada perusahaan publik di Jakarta pada priode 2002-2003. Penelitian menggunakan variabel ROI sebagai proksi dari profitabilitas, *current ratio* (CR) sebagai proksi dari likuiditas, dan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai proksi dari *leverage*. Hasil menunjukkan bahwa tingkat pengembalian Investasi berupa *dividend* bagi investor dapat diprediksi melalui rasio profitabilitas, likuiditas, dan *leverage* (hutang) dari perusahaan *investee*. Tingkat profitabilitas dan likuiditas memiliki hubungan yang searah/positif dengan kebijakan *dividend*, sehingga semakin tinggi tingkat profitabilitas dan likuiditas maka semakin besar *dividend* yang dibagikan oleh *investee* kepada investor, begitu juga sebaliknya. Tingkat *leverage* memiliki hubungan negatif/tidak searah dengan kebijakan *dividend* sehingga semakin tinggi tingkat *leverage*, maka *dividend* yang dibagikan semakin kecil/rendah.

Michell Suharli (2007), meneliti pengaruh profitabilitas dan *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan *dividend* tunai dengan likuiditas sebagai variabel penguat (studi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 2002-2003). Penelitian menggunakan variabel *Return On Investment* (ROI) sebagai proksi dari profitabilitas, *Fixed Assets* (FA) sebagai proksi dari *Investment Opportunity Set*, dan *Current Ratio* (CR) sebagai (*Moderating Variable*), yaitu proksi dari likuiditas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas dapat digunakan sebagai variabel penguat (variabel moderator) karena memberikan hasil yang signifikan $\alpha = 0.10$ dalam mempengaruhi profitabilitas dan kesempatan Investasi, tetapi dari kedua variabel Independen hanya profitabilitas yang dapat mempengaruhi kebijakan jumlah pembagian *dividend* perusahaan. Penelitian menyimpulkan bahwa kebijakan pembagian *dividend* perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan.

Kerangka Pemikiran



Gambar Kerangka Pikir Penelitian

Hipotesis 1 : Profitability (ROE), leverage (DER), Investment Opportunity Set (IOS), dan likuiditas (Current Ratio) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap kebijakan Dividend Payout Ratio (DPR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Semakin tinggi profitabilitas, maka semakin besar tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan *dividend*. Menurut Michell Suharli (2007), oleh karena *dividend* diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR). Perusahaan yang memperoleh keuntungan, cenderung akan membayar porsi keuntungannya yang lebih besar sebagai *dividend*, sehingga semakin tinggi tingkat ROE, maka semakin semakin besar *dividend* yang

dibagikan *investee* (perusahaan investasi) kepada investor dan sebaliknya, atau hubungan kedua variabel tersebut positif/searah. Sehingga hipotesis 2a.

Hipotesis 2a. Profitabilitas (ROE) berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Semakin tinggi *leverage* maka semakin rendah tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan *dividend*. Pada perusahaan yang menggunakan hutang cukup besar, maka akan cenderung untuk mendahulukan mengalokasikan laba untuk melunasi kewajibannya (hutang lancar dan hutang jangka panjang) daripada membayar *dividend* Mitchell Suharli dan Oktarna (2005). Perusahaan yang memiliki rasio *leverage* tinggi akan membagikan *dividend*-nya lebih rendah dan sebaliknya, atau hubungan kedua variabel tersebut berlawanan/negatif, sehingga hipotesis 2b.

Hipotesis 2b. *Leverage* (DER) berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Jika kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung memilih investasi baru daripada membayar *dividend* yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai *dividend* tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan dan untuk mengatasi masalah *underinvestment*. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan *dividend* lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*.

Michell Suharli (2007) mengukur pemanfaatan pertumbuhan investasi dapat diukur dengan peningkatan aktiva tetap bersih. Hal ini sesuai dengan format laporan arus kas (*statement of cash flow*) yang mengukur investasi dari aktiva tetap berwujud dan investasi jangka panjang (Michell Suharli, 2005). Hasil penelitian Wirjolukto et al. (2003), menemukan hubungan parametris estimasi dan arah variabel peluang investasi kepada kebijakan *dividend* bernilai positif, dengan demikian hal itu dapat memberikan sinyal bagi perusahaan untuk melaksanakan kebijakan *dividend*, sehingga hipotesis 2c

Hipotesis 2c. *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Pada perusahaan yang membukukan keuntungan lebih tinggi (profitabilitas tinggi), ditambah *likuiditas* yang baik, maka semakin besar jumlah *dividend* yang dibagikan. Sedangkan pada perusahaan yang menginvestasikan dana lebih banyak akan menyebabkan jumlah *dividend* tunai yang dibayarkan berkurang. Hanya perusahaan yang memiliki *likuiditas* tinggi 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 atau mendanai operasi perusahaannya (Michell Suharli, 2007). Apabila tingkat *likuiditas* berupa *Free Cash Flow* (FCF) perusahaan yang tinggi maka *dividend* yang dibagikan juga semakin tinggi dan sebaliknya, atau dapat dikatakan bahwa hubungan kedua variabel tersebut searah/positif, sehingga hipotesis 2d

Hipotesis 2d. *Likuiditas* (*Current Ratio*) berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)

2. METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi adalah keseluruhan objek yang akan diteliti, atau populasi adalah semua nilai dari dalam penelitian atau pengukuran, yang bersifat kuantitatif atau kualitatif mengenai sekelompok objek yang lengkap dan jelas. Populasi dalam penelitian ini meliputi seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006 sampai dengan tahun 2010 berjumlah 198 perusahaan.

Sampel adalah bagian anggota populasi yang diambil dengan menggunakan teknik *sampling*. Sampel adalah sebagian dari anggota populasi yang dinilai dapat mewakili karakteristik populasi. Teknik pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu (Jogianto, 2004). Metode ini termasuk dalam metode penarikan sampel tidak acak (*non-probability sampling*). Adapun kriteria untuk dapat dijadikan sampel adalah :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006–2010 yang mengeluarkan laporan keuangan lima tahun berturut-turut.
2. Perusahaan yang membagikan *Dividend Payout Ratio* (DPR) selama lima tahun berturut-turut.

Sampel pada penelitian ini setelah dipilih melalui kriteria tersebut ada 10 perusahaan setiap tahunnya.

Definisi dan Operasionalisasi Variabel

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan jumlah *Dividend* atau *Dividend Payout Ratio* (DPR) (Indrio Gitosudarmo, dan Basri, 1995) :

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earnings Per Share}} \times 100\%$$

2. Variabel Independen (X)

Pada penelitian ini yang merupakan variabel independen adalah sebagai berikut :

- a. *Return On Equity* (ROE) / (X1)

ROE dihitung dengan rumus (Bambang Riyanto, 2001) :

$$ROE = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

- b. *Debt to Equity Ratio* (DER) / (X2)

DER dihitung dengan rumus, (Bambang Riyanto, 2001) :

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

- c. *Investment Opportunity Set* (Pertumbuhan Investasi) / (X3)

Investment Opportunity Set (IOS) diprosikan dengan pertumbuhan investasi (ΔFA) yaitu, peningkatan aktiva tetap bersih. ΔFA dihitung dengan rumus :

$$\Delta FA = \frac{FA(t) - FA(t-1)}{FA(t-1)} \times 100\%$$

3. *Current Ratio (CR) / (X₄)*
Current Ratio (CR) dihitung dengan rumus, (Bambang Riyanto, 2001) :

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilites}} \times 100\%$$

Teknik Analisis Data

Agar model regresi yang diajukan menunjukkan persamaan yang mempunyai hubungan yang valid BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*), model harus memenuhi asumsi-asumsi tidak terjadi multikolinieritas, autokorelasi, dan heterokedastisitas. Oleh karena itu pengujian asumsi klasik perlu dilakukan. Setelah dilakukan uji asumsi klasik, baru dilakukan pengujian hipotesis. Hipotesis diuji dengan menggunakan regresi linier berganda.

Model penelitian untuk menguji hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e$$

Keterangan :

- Y = *Dividend Payout Ratio (DPR)*
 X₁ = *Return On Equity (ROE)* sebagai proksi dari profitabilitas
 X₂ = *Debt to Equity Ratio (DER)* sebagai proksi dari *leverage*
 X₃ = *Investment Opportunity Set (IOS)* sebagai proksi dari pertumbuhan investasi
 X₄ = *Current Ratio (CR)* sebagai proksi dari likuiditas
 e = *Residual/Standar Error*
 β₀ = Konstanta
 β₁...β₄ = Koefisien Regresi

Pengujian hipotesis

a. **Uji Model Regresi (Uji F)**

Uji F dilakukan untuk mengetahui signifikansi pengaruh variabel independen yaitu profitabilitas, *leverage*, dan *Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap variabel dependen.

b. **Uji Koefisien Regresi (Uji t)**

Uji t digunakan untuk menguji signifikansi masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen.

c. **Uji koefisien Determinasi (R²)**

Koefisien determinasi (R²) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R² yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memperidiksi variasi variabel dependen.

3. HASIL PENELITIAN

Hasil Perhitungan Model Regresi Linier Berganda

Tabel 1. Hasil Regresi Berganda

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1						
	(Constant)	-3.120	11.074		-.282	.779
	ROE	1.579	.286	.629	5.513	.000
	DER	2.681	4.173	.094	.642	.524
	IOS	-.480	.206	-.293	-2.332	.024
	CR	2.949	2.662	.148	1.108	.274

a. Dependent Variable: DPR

Dari Tabel 1, model regresi berganda untuk *Dividend Payout Ratio* (DPR) atas faktor-faktor yang mempengaruhi yaitu *Return On Equity* (ROE), *Debt to Equity Ratio* (DER), dan *Investment Opportunity Set* (IOS) sebagai berikut :

$$Y = -3.120 + 1.579X_1 + 2.681X_2 - 0.480X_3 + 2.949X_4$$

Dari persamaan diatas, dapat diinterpretasikan konstanta sebesar -3.120 menunjukkan bahwa variabel *Return On Equity* (ROE), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Investment Opportunity Set* (IOS) dianggap konstan, maka *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebesar 3.120.

Variabel *Return On Equity* (ROE) mempunyai pengaruh yang positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), Karena memiliki koefisien regresi sebesar 1.579, hal ini berarti apabila *Return On Equity* (ROE) mengalami peningkatan sebesar 1% maka akan mengakibatkan *Dividend Payout Ratio* (DPR) naik sebesar 1.579%. Dengan asumsi bahwa variabel bebas yang lain dianggap konstan.

Variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) mempunyai pengaruh yang positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), Karena memiliki koefisien regresi sebesar 2.681, hal ini berarti apabila *Debt to Equity Ratio* (DER) mengalami peningkatan sebesar 1% maka akan mengakibatkan *Dividend Payout Ratio* (DPR) naik sebesar 2.681%. Dengan asumsi bahwa variabel bebas yang lain dianggap konstan.

Variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), Karena memiliki koefisien regresi sebesar -0,480, hal ini berarti apabila *Investment Opportunity Set* (IOS) mengalami peningkatan sebesar 1% maka akan mengakibatkan *Dividend Payout Ratio* (DPR) turun sebesar 0,480%. Dengan asumsi bahwa variabel bebas yang lain dianggap konstan.

Variabel *Current Ratio* (CR) mempunyai pengaruh yang positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), Karena memiliki koefisien regresi sebesar 2.949, hal ini berarti apabila *Current Ratio* (CR) mengalami peningkatan sebesar 1% maka akan mengakibatkan *Dividend Payout Ratio* (DPR) naik sebesar 2.949%. Dengan asumsi bahwa variabel bebas yang lain dianggap konstan.

Pengujian Asumsi Dasar Klasik Regresi

1) Autokorelasi

Hasil perhitungan uji autokorelasi regresi tanpa moderasi berikut ini :

Tabel 2. Ikhtisar Hasil Uji Autokorelasi

N, K, α	DW Statistik	DW ₁	DW _u	Keterangan
50, 3, 5%	1,851	1,421	1,674	Tidak ada autokorelasi

Dari Tabel 2 dapat ditarik kesimpulan bahwa di dalam model tidak ada autokorelasi positif karena $DW_u < DW < 2 = 1,421 < 1,851 < 2$.

2) Heterokedastisitas

Dari hasil uji Heterokedastisitas untuk persamaan tanpa moderasi diperoleh hasil :

Tabel 3. Ikhtisar Hasil Uji Heterokedastisitas

N	Variabel	Koefisien Korelasi	Probabilitas	Keterangan
50	Residual dengan ROE	-0.117	0.419	Tidak Signifikan
	Residual dengan DER	0.082	0.572	Tidak Signifikan
	Residual dengan IOS	-0.068	0.638	Tidak Signifikan
	Residual dengan CR	-0.183	0.203	Tidak Signifikan

Berdasarkan Tabel 3 diperoleh probabilitas tingkat kesalahan koefisien korelasi > tingkat signifikansi (5%) maka dapat disimpulkan bahwa variabel bebas tidak mengalami gejala Heterokedastisitas.

3) Multikolinearitas

Hasil perhitungan uji Multikolinearitas tanpa moderasi dapat dilihat pada Tabel 4

Tabel 4. Ikhtisar Hasil Uji Multikolinearitas

N	Korelasi antar Variabel	F _{hitung}	F _{tabel}	Keterangan
50	ROE, DER, IOS dan CR	1.036	2.807	Tidak terjadi multikolinieritas
	DER, ROE, IOS dan CR	16.027	2.807	Terjadi multikolinieritas
	IOS, DER, ROE dan CR	5.981	2.807	Terjadi multikolinieritas
	CR, DER, ROE dan IOS	9.874	2.807	Terjadi multikolinieritas

Berdasarkan Tabel 4 dapat disimpulkan bahwa terdapat gejala multikolinieritas yaitu antara DER, ROE IOS dengan CR; IOS, DER, ROE dengan CR, dan IOS, DER, ROE dengan CR maka regresi pada persamaan regresi linear tersebut terdapat gejala multikolinieritas. Namun menurut pendapat yang dikemukakan R.C Geary yang dikutip Gujarati (1993) menyebutkan bahwa : **Jika satu-satunya tujuan analisis regresi adalah baik prediksinya, tetapi ini hanya benar jika multikolinieritas yang ada diantara variabel dalam sampel penelitian tertentu juga tetap akan ada di masa yang akan datang.**

Model regresi yang diajukan dapat dilanjutkan untuk dianalisis berikutnya karena model regresi setelah di uji asumsi dasar klasik regresi tidak terjadi gejala autokorelasi dan heteroskedastisitas, namun terjadi gejala multikolinieritas. Menurut pendapat R.C Geary bahwa gejala multikolinieritas, namun terjadi sehingga model regresi tersebut dapat dianalisis lebih lanjut.

Pengujian Hasil Penelitian

1) Uji model regresi dengan uji F dan Adjusted R Square

Uji F atau uji Hipotesis 1 (H_1) dilakukan untuk menguji apakah secara bersama-sama variabel ROE, DER, dan IOS berpengaruh secara signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Tabel 5. Hasil Uji Model Regresi dengan Uji F dan Adjusted R²

N	F _{hitung}	Probabilitas	Adjusted R ²	Keterangan
50	8.827	0.000	0.390	Signifikan

Berdasarkan nilai F hitung adalah 8.827 dengan tingkat signifikan 0,000. Karena probabilitas (0,000) lebih kecil dari 0,05, berarti bahwa model regresi dapat digunakan untuk memperediksi *Dividend Payout Ratio* (DPR). Atau dapat dikatakan bahwa ROE, DER, dan IOS secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

2) Uji koefisien regresi dengan uji t

Uji t atau uji Hipotesis 2 (H_2) dilakukan untuk menguji apakah secara parsial variabel ROE, DER, dan IOS berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Tabel 6. Hasil Koefisien Regresi dengan Uji t

N	Variabel	Koefisien Regresi	t _{hitung}	Probabilitas	Keterangan
50	ROE	1.579	5.513	.000	Signifikan
	DER	2.681	.642	.524	Tidak Signifikan
	IOS	-.480	-2.332	.024	Signifikan
	CR	2.949	1.108	.274	Tidak Signifikan

Berdasarkan Tabel 6 dapat dijabarkan sebagai berikut :

- Variabel ROE berpengaruh positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar 1.579 dengan tingkat signifikan t sebesar 0,000 (dibawah tingkat signifikan 5%).
- Variabel DER berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar 2.681 dengan tingkat signifikan t sebesar 0.524 (diatas tingkat signifikan 5%).
- Variabel IOS berpengaruh negatif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar -0,480 dengan tingkat signifikan t sebesar 0,024 (dibawah tingkat signifikan 5%).
- Variabel likuiditas (*Current Ratio*) berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar 2.949 dengan tingkat signifikan t sebesar 0,274 (diatas tingkat signifikan 5%).

Pembahasan

Secara bersama-sama variabel *profitability* (ROE), *leverage* (DER), *Investment Opportunity Set* (IOS), dan likuiditas (*Current Ratio*) berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hal ini dikarenakan besar kecilnya pembayaran *dividend* tergantung dari laba yang diperoleh perusahaan. dan seluruh kewajiban perusahaan dijamin modal sendiri, tetapi modal dan hutang dapat digunakan untuk menambah aktiva perusahaan sehingga laba yang dihasilkan juga semakin besar. Hasil ini menunjukkan bahwa ketiga variabel

tersebut terbukti mempengaruhi *Dividen Payout Ratio* (DPR). Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis dan penelitian yang dilakukan oleh Suharli dan Oktarina (2005) dan Suharli (2007), tetapi tetapi tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sudarsih (2002) dan Sunarto dan Kartika (2003).

Secara parsial variabel ROE mempunyai pengaruh signifikan terhadap *Dividen Payout Ratio* (DPR). Hal ini disebabkan karena *dividend* yang dibagikan kepada pemegang saham diambilkan dari keuntungan bersih. Apabila perusahaan lebih mementingkan laba ditahan maka *dividend* yang dibagikan akan semakin kecil, sedangkan modal sendiri mengalami peningkatan. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar *dividend* semakin besar pula. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Suharli dan Oktarina (2005) dan Suharli (2007), tetapi tetapi tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sudarsih (2002) dan Sunarto dan Kartika (2003).

Variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hal ini dikarenakan mungkin didalam perusahaan-perusahaan yang diteliti terjadi *insider ownership*, yaitu pihak manajemen memiliki sebagian saham perusahaan. Sehingga pihak manajemen memilih menerbitkan hutang baru, dimana hutang baru tersebut digunakan untuk membayar *dividend*. Hal ini juga dilakukan untuk mengatasi masalah *agency problem* antara pihak manajemen dengan pemilik saham (*principal*), dimana *dividend* agar tetap dapat dibayar kepada pemegang saham. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis, tetapi sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sunarto dan Kartika (2003).

Variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hal ini menjelaskan jika kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung memilih investasi baru daripada membayar *dividend* yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai *dividend* kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan. Bahkan untuk mengatasi masalah *underinvestment*. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami kesempatan investasi rendah cenderung membagikan *dividend* lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis, tetapi tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Suharli (2007).

Variabel likuiditas (*Current Ratio*) tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hal ini dapat disebabkan perusahaan lebih banyak menginvestasikan dananya yang menyebabkan tidak berpengaruh pada jumlah dividen tunai yang dibayarkan kepada para investor. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Suharli (2007), hasil penelitian ini menunjukkan bahwa likuiditas dapat digunakan sebagai variabel penguat (variabel moderator) karena memberikan hasil yang signifikan dalam mempengaruhi profitabilitas dan kesempatan investasi. Penelitian ini menyimpulkan bahwa kebijakan pembagian *Dividend Tunai* perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas, dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan.

Simpulan

1. Berdasarkan analisis regresi linear berganda dapat diketahui bahwa variabel independen yaitu *profitability* (ROE), *leverage* (DER), *Investment Opportunity Set* (IOS), dan likuiditas (*Current Ratio*) secara bersama sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Berdasarkan analisis secara parsial :
 - a. ROE berpengaruh positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)
 - b. DER berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)
 - c. IOS berpengaruh negatif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)
 - d. *Current Ratio* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan kesimpulan yang telah dijelaskan maka saran yang dapat disampaikan adalah :

1. Bagi investor dan calon investor

Bagi investor atau calon investor yang akan berinvestasi pada perusahaan manufaktur, sebaiknya dalam membeli saham atau menginvestasikan dananya pada PT Multi Bintang Indonesia Tbk dan PT Merck Tbk. Dikarenakan terbukti kedua perusahaan ini memiliki kebijakan *Dividend Rayout Ratio* (DPR) dari tahun 2006-2011 yang paling tinggi dibandingkan dengan perusahaan lainnya yang menjadi sampel dalam penelitian ini.

2. Bagi peneliti lain

Bagi peneliti lain yang tertarik pada bidang keuangan. Penelitian ini dapat dijadikan sebagai inspirasi dan referensi untuk melakukan penelitian dalam bidang sejenis. Untuk penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan beberapa hal, antara lain sebagai berikut :

- a. Faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi *Dividend Rayout Ratio* (DPR) yang belum diteliti dalam penelitian ini, misal faktor-faktor fundamental, antara lain : nilai tukar rupiah terhadap dolar, inflasi dan lain-lain.
- b. Penelitian dilakukan pada perusahaan lain, misalnya perbankan.
- c. Penggunaan periode pengamatan yang lebih lama diharapkan dapat memberikan hasil yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Agus Sartono, 2001, *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat, Yogyakarta : BPFE UGM.
- Ardi Hamzah, 2007, Analisis rasio Likuiditas, Profitabilitas, Aktivitas, Solvabilitas dan *Investment Opportunity Set*, Studi Empiris BEI. 2002-2004, Yogyakarta: *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*.
- Aulia Setyaningsum, 2007, Dampak *Investment Opportunity Set* Terhadap Hubungan antara *Free Cash Flow* dengan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI, *SKRIPSI, Fakultas Ekonomi UII*. Yogyakarta.
- Bambang Riyanto, 2001. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi 4, Yogyakarta : BPFE UGM.
- Brigham, Eugene, F. Houston, dan Joel, F. Houston, 2004, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. diterjemahkan oleh Ali Akbar Yulianto, Edisi Sembilan. Jakarta : Salemba Empat.
- Garing Pagalung, 2003, Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan Terhadap *Set Kesempatan Investasi (IOS)*, Semarang : *Simposium Nasional Akuntansi, V*.
- Gujarati, Damodar, 1999, *Ekonometrika Dasar*, diterjemahkan oleh Sumarno Zain, Jakarta: Erlangga.
- Handayani, 2009, Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Kesempatan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI, *SKRIPSI, Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, UPN "Veteran" Yogyakarta*. Tidak Dipublikasikan.
- Ikatan Akuntansi Indonesia, 2004, *Standar Akuntansi Keuangan*, per 1 Oktober 2004, Jakarta : Salemba Empat.
- Imam Ghozali, 2006, *Analisis Multivariate dengan program SPSS*. Edisi 4. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Indrio Gitosudarmo dan Basri, 1995, *Manajemen Keuangan*, edisi ketiga. Yogyakarta : BPFE UGM.

- Insukindro, 1998, Sindrum R² dalam Analisis Linier Runtut Waktu, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 13, 14
- Isfenti Sadalia, dan Nurul Sari Syafri Saragih, 2008. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Dividen Tunai Pada Perusahaan Terbuka DI BEI, *Jurnal Manajemen Bisnis*, Vol. 1, No. 3: 103-108.
- Jogianto, 2004, *Metodologi Penelitian Bisnis*, Yogyakarta: BPFE UGM.
- Martin Jhon D. dan J. Willam Petty, 2000, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, diterjemahkan oleh Cholma Djakman, Jakarta : Salemba Empat.
- Michell Suharli, 2004, Study Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen, Jakarta : Tesla Magister Akuntansi (Tidak Dipublikasikan).
- _____, dan Sopyan Syafri Harahap, 2004, Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Dividen, *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*. Jakarta : Universitas Trisakti.
- _____, dan Oktarina, 2005, Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi Pada Equity Securities Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang Pada Perusa-haan Publik DI Jakarta, Solo : *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi 8*.
- _____, 2007, Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Tunai (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003), *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, Volume 9.
- Muhammad Mamduh Hanafi dan Abdul Halim, 2007, *Analisis Laporan Keuangan*, Yoyakarta : UPP STIM YKPN.
- Muhammad Yusuf, dan Firdaus, 2001, Analisis Hubungan Antara Berbagai Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Real Growth dengan Menggunakan Pendekatan *Confirmatory Factor Analysis*, *Jurnal Akuntansi dan Investasi*. Vol 6. Juli, P. 187-204.
- Sopyan Syafri Harahap, 2002, *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT. Grafindo Persada.
- Sritua Arif, 1993, *Metodologi Penelitian Ekonomi*, Edisi Revisi, Jakarta: Universitas Indonesia.
- Sri Sudarsih, 2002, Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* pada industri Perbankan yang Lesting Di BEI, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Semarang : STIE Stikubank.
- Subekti, dan Kusuma, 2001, Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Perusahaan dan Dividen Perusahaan, Serta Implikasinya Pada Perusahaan Harga Saham, *Seminar Nasional Akuntansi, 2001*.
- Susana Damayanti. & Achyani, Fatchan, 2006, Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan *Devidend Payout Ratio*, (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ), *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 5 No.1 April 2006: 51-62.
- Susana Fijriyanti. dan Hartono, 2003, Analisis Korelasi Pokok *investment Opportunity Set* Dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan, dan Dividen, *Simposium Nasional Akuntansi III*. Pp. 851-877
- Tri Yulla Ningsih, 2006, Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta, *Skripsi*, UPN
- Wirjolukito. dan Yanto Aruna, dan Sandy, 2003, Faktor-faktor yang Merupakan Pertimbangan dalam Keputusan Pembanding Dividen : Tinjauan Terhadap Teory Pensinyalan Dividen pada Perusahaan *Go Public* di Indonesia, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Jakarta : Universitas Katolik Atma Jaya.