

MEMPREDIKSI TINGKAT PENGEMBALIAN INVESTASI PADA *EQUITY SECURITIES* MELALUI RASIO PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, DAN HUTANG PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI JAKARTA

MICHELL SUHARLI

Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya, Jakarta

MEGAWATI OKTORINA

Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya, Jakarta

ABSTRACT

The objective of this research is to predict return of investment in equity securities. This research examines how profitability ratio, liquidity ratio, and debt ratio can be instrument to predict the return. Investors have primarily objective to increase return from their investment. Investors buy stock from public enterprises and may get dividend or capital gain as its return. This research focuses on dividend as its return. Profitability ratio in this research is Return on Investment, while liquidity ratio in this research is Current Ratio and debt ratio employs Debt to Equity 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 study reveals that profitability, liquidity, and leverage of the investee company can predict the investment return of the investor (in form of dividend). Positive correlation occurs between profitability, liquidity and dividend amount. It means that dividend given to the investor by the investee increase in line with the increase of profitability and liquidity. On the other hand, negative correlation occurs between leverage level and dividend. The more leverage level, the less dividend distributed.

Keyword : Dividend, Return, Profitability Ratio, Liquidity Ratio, Debt Ratio.

LATAR BELAKANG PENELITIAN

Ekspetasi dari para investor terhadap investasinya adalah memperoleh *return* sebesar-besarnya dengan risiko tertentu. *Return* (tingkat pengembalian) tersebut dapat berupa capital gain ataupun dividen, untuk investasi pada saham, dan pendapatan bunga, untuk investasi pada surat hutang. *Return* tersebut yang menjadi indikator untuk meningkatkan *wealth* dari para investor, termasuk di dalamnya para pemegang saham. Dividen merupakan salah satu bentuk peningkatan *wealth* pemegang saham (Suharli, 2004). Investor akan sangat senang apabila mendapatkan tingkat pengembalian investasinya semakin tinggi dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, investor dan investor potensial memiliki kepentingan untuk mampu memprediksi berapa besar tingkat pengembalian investasi mereka.

Tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen tidak mudah diprediksi. Hal tersebut disebabkan kebijakan dividen adalah kebijakan yang sulit dan serba dilematis bagi pihak manajemen perusahaan. 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. Penetapan jumlah yang tepat untuk dibayarkan sebagai dividen adalah sebuah keputusan finansial yang sulit bagi pihak manajemen. Ross (1988) 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.”

Keputusan suatu perusahaan mengenai dividen terkadang diintegrasikan dengan keputusan pendanaan dan keputusan investasinya. Dalam kasus perusahaan membukukan laba, namun pembagian dividen rendah mungkin disebabkan karena manajemen sangat

concern tentang kelangsungan hidup perusahaan, melakukan penahanan (*retained*) laba untuk melakukan ekspansi atau membutuhkan kas untuk operasi perusahaan.

Para investor yang tidak bersedia mengambil risiko tinggi (*risk aversion*) tentu saja akan memilih dividen daripada *capital gain*. Investor seperti ini biasanya investor jangka panjang dan sangat cermat mempertimbangkan kemana dananya akan diinvestasikan. Investor seperti ini tidak berniat untuk mengambil risiko demi *capital gain* di masa yang akan datang. Mereka akan lebih berorientasi kepada dividen saat ini. Hal ini sesuai dengan “*The bird in the hand theory*” yang diungkapkan Gordon dan Litner (1962), dalam Suharli (2004). Teori tersebut menyatakan bahwa satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Dividen sekarang (*a bird in the hand*) lebih menguntungkan dibandingkan dengan saldo laba (*a bird in a bush*) karena ada kemungkinan nantinya saldo laba tersebut tidak menjadi dividen di masa yang akan datang (*it can fly away*). Namun demikian, teori tersebut hanya memandang dari sisi pemegang saham (*investor*), sedangkan di posisi manajemen tingkat pengembalian investor hanya merupakan salah satu dilematis dari keputusan yang akan diambil.

Wirjolukito *et. al.* (2003) mengungkapkan bahwa pembayaran dividen dan bunga hutang akan mengurangi arus kas bebas yang tersedia bagi manajer agar dapat diinvestasikan di dalam proyek kecil yang memiliki nilai sekarang bersih positif dan *perquisites*. Masalah keagenan (*agency problem*) juga potensial mengurangi keputusan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, sebagai prinsipal. Alasannya satu, karena pihak manajemen, sebagai agen, akan berusaha meningkatkan kesejahteraannya sendiri dulu. Namun sesungguhnya pembayaran dividen juga salah satu upaya untuk mengurangi masalah keagenan tersebut. Oleh karena itu, memang penting seorang investor atau investor potensial mampu memprediksi kebijakan dividen perusahaan.

Penelitian ini berupaya mempelajari beberapa faktor yang dapat kita jadikan alat prediksi tentang tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen. Perusahaan yang akan diteliti adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Faktor yang diteliti adalah profitabilitas, likuiditas dan kebijakan hutang perusahaan yang dinyatakan dalam bentuk rasio keuangan. Penelitian ini mengambil data sekunder dari Bursa Efek Jakarta 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, pernah membagikan dividen pada periode penelitian dan dipilih secara acak.

Rumusan Masalah

Penelitian ini akan menguji kemampuan rasio profitabilitas, rasio likuiditas dan rasio hutang perusahaan investee memprediksi tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen. Berdasarkan uraian di atas maka masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah kebijakan dividen dapat diprediksi melalui profitabilitas perusahaan ?
2. Apakah kebijakan dividen dapat diprediksi melalui likuiditas perusahaan ?
3. Apakah kebijakan dividen dapat diprediksi melalui hutang perusahaan ?

Tujuan dan Manfaat penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mempelajari faktor yang mampu menjadi alat prediksi tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen perusahaan. Manfaat penelitian ini dapat berguna bagi banyak pihak. Bagi para investor, investor potensial atau analis, hasil penelitian ini dapat memberikan acuan pengambilan keputusan investasi terkait dengan tingkat pengembalian yang berupa dividen perusahaan. Bagi pihak manajemen tentu mampu menyajikan kinerja terbaik untuk memperbaiki profitabilitas, likuiditas dan hutang perusahaan, sehingga ketertarikan investor jangka panjang dapat meningkat pada saham perusahaan. Bagi akademisi, hasil penelitian ini mampu mengembangkan teori ilmu akuntansi dan keuangan. Sedangkan bagi para peneliti di bidang akuntansi dan keuangan, penelitian ini diharapkan mampu menjadi dasar atau acuan untuk penelitian selanjutnya yang lebih baik dan semakin *reliable*.

TELAAH LITERATUR DAN HIPOTESIS

Dividen sebagai Tingkat Pengembalian Investasi

Laba bersih perusahaan dapat diperlakukan menjadi tiga, yaitu diinvestasikan kembali ke dalam aset yang produktif, dibayarkan untuk melunasi kewajiban dan dibagikan sebagai dividen (Pratt, 2000). Laba bersih merupakan *return* dari investasi perusahaan, sedangkan laba bersih yang dibagikan sebagai dividen merupakan *direct return* bagi pemegang saham. Pengertian ataupun definisi mengenai dividen sebagai tingkat pengembalian investasi termuat dalam PSAK No. 23. Pernyataan itu merumuskan dividen sebagai distribusi laba kepada pemegang investasi ekuitas sesuai dengan proporsi mereka dari jenis modal tertentu.

Dividen disebutkan sebagai bagian laba/*earnings/income* yang dibagi. *Income*, berdasarkan penerimanya dapat diklasifikasikan menjadi lima konsep, yaitu : (1) konsep nilai tambah (*value added concept*), (2) konsep laba bersih perusahaan (*enterprise net income concept*), (3) konsep laba bersih untuk investor (*net income to investor*), (4) konsep laba bersih untuk pemegang saham (*net income to shareholders concept*), dan (5) konsep laba bersih untuk pemilik residual ekuitas (*net income to residual equity holders*) Hendriksen dan Breda (1992). Penelitian ini lebih melihat dividen sesuai dengan konsep laba bersih untuk investor karena mengacu kepada teori Pratt (2000) dan PSAK No.23 (IAI, 2002).

Kebijakan Dividen oleh Investee

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

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

Profitabilitas Investee dan Return Investasi berupa Dividen

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba (*profit*). 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 laba ditahan) dan dapat dibagi (sebagai dividen). Sehingga peningkatan laba bersih perusahaan investee akan meningkatkan tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen bagi investor.

Profitabilitas dapat diukur melalui jumlah 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. Lintner (1956) memberikan pembuktian secara empiris bahwa terdapat stabilitas dalam pembayaran dividen perusahaan. Smith (1971) juga menunjukkan bahwa terdapat kecenderungan yang kuat bagi perusahaan untuk menghindari memotong dividen. Manajer seharusnya mempertimbangkan perlunya pembayaran dividen dan hanya boleh memotong dividen apabila berada dalam situasi yang ekstrim, misalnya terjadi penurunan yang drastis dalam tingkat keuntungan perusahaan. Stabilitas keuntungan adalah penting untuk mengurangi risiko bilamana terjadi penurunan laba yang memaksa manajemen untuk memotong dividen (Partington, 1989). Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka.

Na'im (1998) mengukur profitabilitas, salah satunya menggunakan rasio *Return on Investment* (ROI). ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. ROI sering disebut juga *Return on Assets* (ROA).

Likuiditas Investee dan Return Investasi berupa Dividen

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Oleh karena itu perusahaan investee yang memiliki likuiditas baik maka memungkinkan pembayaran dividen lebih baik pula. Penelitian ini baru dikembangkan kali ini meskipun penelitian Suharli (2004) sebelumnya sudah memberikan pemikiran awal mengenai pengaruh likuiditas perusahaan terhadap kebijakan jumlah pembagian dividen. Likuiditas perusahaan dapat diukur melalui rasio keuangan seperti : *current ratio*, *quick ratio* dan *cash acid-ratio* (Karnadi, 1993). Penelitian ini mengukur likuiditas perusahaan dengan menggunakan *current ratio*.

Likuiditas perusahaan diasumsikan dalam penelitian ini mampu menjadi alat prediksi tingkat pengembalian investasi berupa dividen bagi investor. *Current ratio* seringkali dijadikan sebagai ukuran likuiditas, termasuk dalam persyaratan kontrak kredit.

Hutang dan Return Investasi berupa Dividen

Menurut Howton *et. al.* (1998) mengutip Opler dan Titman (1993) dan Johnson (1995); perusahaan *leveraged* memiliki peluang investasi yang tidak menguntungkan serta arus kas bebas yang tinggi. Dengan membedakan perusahaan yang pembayaran dividennya tinggi dengan yang rendah, Johnson mengatakan bahwa perusahaan yang pembayaran dividennya rendah mempengaruhi harga saham secara positif pada pengumuman penawaran hutang. Kebijakan hutang dinyatakan dalam rasio *leverage*.

Rozeff (1982) menyatakan bahwa perusahaan yang *leverage* operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah. Pernyataannya sesuai dengan pandangan bahwa perusahaan yang berisiko akan membayar dividennya rendah, dengan maksud untuk mengurangi ketergantungan akan pendanaan secara eksternal. Struktur permodalan perusahaan akan membandingkan antara permodalan dari kreditor dan pemegang saham. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh hutang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. *Leverage ratio* yang paling umum digunakan adalah rasio hutang terhadap modal / *debt to equity ratio* (Karnadi, 1993), oleh karena itu penelitian ini menggunakan *Debt to Equity Ratio* untuk menghitung tingkat *leverage*.

Perusahaan yang memiliki rasio hutang lebih besar seharusnya membagikan dividen lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban. Dengan demikian investor dapat mempelajari kewajiban perusahaan untuk memperkirakan pendapatan dari investasi berupa dividen, di masa yang akan datang.

Rumusan Hipotesis

Hipotesa dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H1 : Semakin Tinggi Profitabilitas Investee Maka Semakin Besar Tingkat Pengembalian Investasi Berupa Pendapatan Dividen

Hipotesa ini sesuai dengan hasil penelitian Miller dan Modigliani (1961) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan secara positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

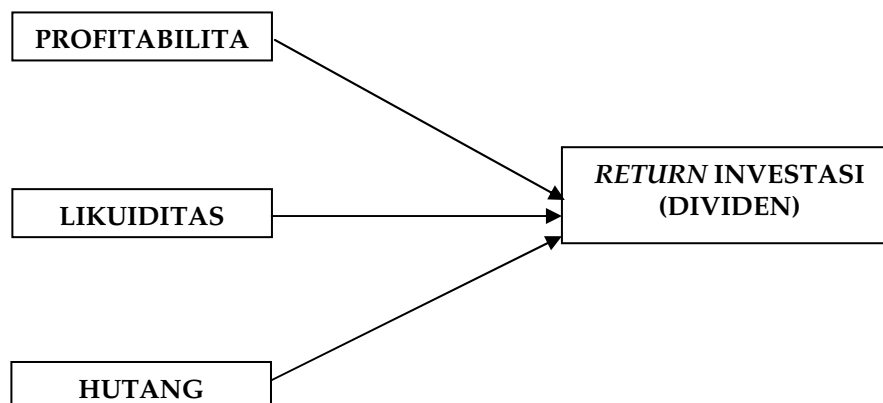
H2 : Semakin Baik Likuiditas Investee Maka Semakin Besar Tingkat Pengembalian Investasi Berupa Pendapatan Dividen

Hipotesa ini merupakan pengembangan penelitian Suharli (2004) mengenai faktor yang mempengaruhi kebijakan jumlah dividen perusahaan.

H3 : Semakin Tinggi Leverage Investee Maka Semakin Rendah Tingkat Pengembalian Investasi Berupa Pendapatan Dividen

Hipotesa ini selaras dengan hasil penelitian Brigham dan Ehrhardt (2002) bahwa semakin besar *leverage* perusahaan maka cenderung untuk membayar dividennya rendah.

Dengan demikian ketiga hipotesa tersebut dapat dirumuskan menjadi :



METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan Metode Pengumpulan Data

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan di Indonesia yang *listing* di BEJ dan membagikan dividen pada masa setelah krisis ekonomi terjadi, yaitu tahun 2000-2003. Data merupakan data sekunder yang diambil dari Bursa Efek Jakarta, Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM) dan buku *Indonesian Capital Market Directory*. 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. Sampel yang diambil dalam penelitian ini perusahaan yang membagikan dividen di Bursa Efek Jakarta.

Gambaran umum Objek 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 *Indonesia Capital Market Directory Indonesia*.

Teknik Pengolahan dan Analisa Data

Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program komputer SPSS versi 11,5 for Windows. 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.

Analisis regresi linier digunakan untuk menganalisis hipotesis dalam penelitian ini dan tingkat signifikansi yang digunakan sebesar 10% (Masson, 1999). Adapun analisis regresi dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR = b_0 + b_1ROI + b_2CR + b_3DER + \varepsilon$$

Keterangan:

DPR : *Dividend Payout Ratio*

ROI : *Return On Investment*

CR : *Current Ratio*

DER : *Debt to Equity Ratio*

HASIL PENELITIAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	Minimum	Maksimum	Mean	Deviasi Standar
ROI	1,53	37,01	9,7872	7,84257
CR	1,08	5,85	2,5472	1,20336
DER	0,13	1,94	0,7094	0,51448

Sumber: Hasil Olahan (2005)

Variabel yang diukur dalam penelitian ini yaitu ROI, CR, dan DER. Statistik deskriptif dari ketiga variabel tersebut dapat diamati pada Tabel 1.

Pada Tabel 1 tampak bahwa variabel ROI mempunyai nilai *mean* paling tinggi sebesar 9,7872 dan deviasi standar 7,84257. Untuk variabel CR, nilai rata-ratanya sebesar 2,5472 dan deviasi standar 1,20336, serta nilai rata-rata untuk variabel DER sebesar 0,7094 dan deviasi standar 0,51448.

Uji Asumsi Klasik

a. Multikolinieritas

Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas digunakan analisis matrik korelasi antar variabel bebas dan perhitungan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Apabila korelasi diatas 90% dan nilai VIF lebih besar dari sepuluh maka terjadi multikolinieritas. Berikut ini disajikan matrik korelasi dan hasil pengujian VIF.

Tabel 2. Matrik Korelasi Antar Variabel Bebas

Model		DER	ROI	CR
1 Korelasi	DER	1,000	0,155	0,270
	ROI	0,155	1,000	-0,282
	CR	0,270	-0,282	1,000
1 Kovarian	DER	13,700	0,139	1,630
	ROI	0,139	0,059	-0,112
	CR	1,630	-0,112	2,655

Sumber: Hasil Olahan (2005)

Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel CR mempunyai korelasi paling tinggi dengan variabel ROI sebesar -0,282 atau 28,2%, korelasi ini masih berada di bawah 90% maka dapat dikatakan tidak terjadi multikolinieritas.

Tabel 3. Analisis VIF

Model	<i>Tolerance</i>	VIF
ROI	0,863	1,158
CR	0,820	1,220
DER	0,869	1,151

Pada Tabel 3 terlihat bahwa ketiga variabel bebas memiliki nilai VIF di bawah 10 dan nilai *tolerance* di atas 10%. Berdasarkan Tabel 3 dan 4 dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel bebas dalam model regresi.

b. Autokorelasi

Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi digunakan *Durbin Wetson Test*. Apabila nilai DW terletak di atas batas atas maka tidak ada autokorelasi. Dari Hasil uji DW, diperoleh nilai *DW Test* sebesar 1,839. Nilai tersebut berada dalam area “no auto” atau berada di atas batas atas yaitu 1,68 sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi pada penelitian ini.

c. Heteroskedastisitas

Pendeteksian terhadap heterokedastisitas menggunakan uji Glejser. Dari pengujian data diperoleh bahwa tingkat signifikansi pada setiap variabel adalah di atas 5%. Hal ini berarti data yang ada tidak signifikan sehingga tidak terjadi heterokedastisitas.

Pengujian Hipotesis

Tabel 4. Uji Hipotesis

Variabel	t	Signifikansi
ROI	2,698	0,010
CR	2,134	0,038
DER	-1,747	0,087

Berdasarkan uji hipotesis yang telah dilakukan dengan menggunakan bantuan program SPSS 11.5, didapat hasil sebagai berikut.

a. Uji Hipotesis 1

Uji hipotesis 1, yaitu semakin tinggi profitabilitas investee maka semakin besar tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen, menghasilkan nilai t sebesar 2,698 dan tingkat signifikansi sebesar 0,010. Ini berarti hipotesis tersebut dapat diterima karena tingkat signifikansi sama dengan 10%.

b. Uji Hipotesis 2

Pada hasil pengolahan data, diketahui bahwa variabel CR menghasilkan nilai t sebesar 2,134, dengan tingkat signifikansi sebesar 0,038. Dengan nilai tersebut, diketahui bahwa likuiditas investee mempengaruhi tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen, sehingga dapat dikatakan bahwa hipotesis 2 dapat diterima.

c. Uji Hipotesis 3

Berdasarkan hasil pengolahan data yang menunjukkan nilai t sebesar -1,747 dan tingkat signifikansi sebesar 0,087 untuk variabel DER, hipotesis 3 pada penelitian ini dapat diterima karena tingkat signifikansinya lebih kecil dari 0,1 dan hubungan DER dengan DPR tidak searah artinya semakin besar DER maka DPR semakin kecil.

Pembahasan

Hasil analisis data menunjukkan bahwa profitabilitas investee dapat memprediksi atau mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan. Profitabilitas diukur dengan *Return on Investment* (ROI). Hal ini didukung dengan penelitian Na'im (1998) yang mengukur profitabilitas salah satunya menggunakan rasio *Return on Investment* (ROI). ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. ROI sering disebut juga *Return on Assets* (ROA). Rasio profitabilitas atau rasio rentabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Stabilitas keuntungan adalah penting untuk mengurangi risiko apabila terjadi penurunan laba yang memaksa manajemen untuk memotong dividen (Partington, 1989). Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio profitabilitas maka semakin besar dividen yang dibagikan ke investor.

Dari hasil analisis data menunjukkan bahwa semakin tinggi likuiditas maka dividen yang dibagikan semakin besar. Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Oleh sebab itu, perusahaan investee yang memiliki likuiditas baik maka memungkinkan pembayaran dividen lebih baik pula. Penelitian ini baru dikembangkan kali ini meskipun penelitian Suharli (2004) sebelumnya sudah memberikan pemikiran awal mengenai pengaruh likuiditas perusahaan terhadap kebijakan jumlah pembagian dividen. Likuiditas perusahaan pada penelitian ini diukur dengan *current ratio* (Karnadi, 1993). Dari hasil ini, dapat disimpulkan bahwa faktor likuiditas dapat digunakan untuk memprediksi tingkat pengembalian investasi berupa dividen bagi investor.

Penelitian ini juga menunjukkan bahwa semakin tinggi *leverage* (hutang) maka semakin rendah tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen. Tingkat *leverage* diukur dengan *Debt to equity ratio* (DER). Penelitian ini dikuatkan dengan pernyataan Rozeff (1982) bahwa perusahaan yang *leverage* operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah. Pernyataannya sesuai dengan pandangan bahwa perusahaan yang berisiko akan membayar dividennya rendah, dengan maksud untuk mengurangi ketergantungan akan pendanaan secara eksternal. Struktur permodalan perusahaan akan membandingkan antara permodalan dari kreditor dan pemegang saham. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh hutang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Perusahaan yang memiliki rasio hutang lebih besar seharusnya membagikan dividen lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban. Dengan demikian investor dapat mempelajari kewajiban perusahaan untuk

memperkirakan pendapatan dari investasi berupa dividen, di masa yang akan datang. Oleh karena itu, tingkat hutang memiliki hubungan tidak searah (negatif) dengan tingkat pengembalian investasi berupa dividen.

Simpulan dan Saran

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa tingkat pengembalian investasi berupa dividen 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 dividen, sehingga semakin tinggi tingkat profitabilitas dan likuiditas maka semakin besar dividen yang dibagikan oleh *investee* kepada investor, begitupula sebaliknya. Sedangkan, tingkat *leverage* memiliki hubungan negatif/tidak searah dengan kebijakan dividen sehingga semakin tinggi tingkat *leverage* maka dividen yang dibagikan semakin kecil/rendah. Tingkat profitabilitas dan likuiditas perusahaan *investee* dapat berhubungan positif dengan tingkat pengembalian investasi berupa dividen bagi investor karena profitabilitas menunjukkan tingkat keberhasilan perusahaan memperoleh keuntungan dan likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan melunasi hutang jangka pendek dan mendanai aktivitas operasional sehingga perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas dan likuiditas yang tinggi memungkinkan perusahaan tersebut membagikan dividen kepada investor dalam jumlah yang tinggi pula. Sedangkan, tingkat *leverage* perusahaan *investee* berhubungan negatif dengan tingkat pengembalian investasi berupa dividen bagi investor karena tingkat *leverage* menunjukkan bahwa *investee* melunasi kewajibannya dari laba yang ada sehingga dividen yang dibagikan ke investor menjadi kecil.

Saran untuk penelitian selanjutnya yaitu menggali atau mengembangkan lagi faktor lain yang dapat memprediksi tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen, sehingga semakin memperkaya khasanah penelitian khususnya penelitian tentang dividen

DAFTAR RUJUKAN

- Ang, R. 1997. *The Intelligent to Indonesia Capital Market Edisi 1*. Mediasoft, Indonesia.
- Black, F. 1976. "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management*. (winter) 5- 8.
- Brennan, M., dan A. Thakor. 1990. "Shareholder Preferences and Dividend Policy." *Journal of Finance*. September. pp993-1018.
- 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
- Howton, S.D., Howton, S.W., dan Perfect, S.B. 1998. "The Market Reaction to Straight Debt Issues: The Effects of Free Cash Flow". *The Journal of Financial Research*. Vol. XXI. No.2. PP. 219-228
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2002. *Standar Akuntansi Keuangan*. per 1 April 2002. Salemba Empat, Jakarta.
- Jensen, M.C. 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Over". *American Economic Review*.
- 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 Pembelian*, Yayasan Promotio Humana, Jakarta
- Keane, S. 1974. "Dividends and the Resolution of Uncertainty". *Journal of Business Finance and Accounting* (Autumn), 389 - 393

- 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.
- Naveli, Raymond P. 1989. *Fundamentals of Managerial Finance*. Cincinnati Ohio: South Western Publishing.
- Pratt J., 2000, *Financial Accounting in An Economic Context 4th Ed.*, South-Western College Publishing, USA
- Rozeff, M. 1982. "Beta and Agency Cost as Determinants of Payout Ratio". *Journal of Financial Research*. Fall. 249-259.
- Smith, K. V. 1971 "Increasing Steam Hypothesis of Corporate Dividend Policy". *California Management Review*.
- Suharli, M. 2004. "Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen". *Tesis Magister Akuntansi (Tidak Dipublikasikan)*. Jakarta
- Wirjolukito, Aruna. 2000. "Relationship analysis of value of the firm and manager' behaviour in fund managers : agency problem research of non financial listed companies in Indonesia". *unpublished manuscript*. Jakarta.