

PENGUJIAN FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *CASH DIVIDEND* DAN IMPLIKASINYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Ahmad Amiruddin, Eka Bertuah
Magister Manajemen Universitas Esa Unggul
Jalan Arjuna Utara No 9 Kebon Jeruk 11510
Ahmad.amiruddin@esaunggul.ac.id

Abstract

This study examines possible indicators of dividend policy: investment opportunities, profitability, and capital structure. Based on selected indicators, then further tested whether the dividend policy has implications for firm value. The sample of this study is all companies that distributed dividends consistently during 2013 – 2017. This research is a causality study using panel data regression and continued with different tests using chi-square. The results showed that investment opportunities, profitability and capital structure simultaneously have a significant effect on dividend policy. The results of the study prove that profitability has a positive effect on dividend policy. This result indicates that profitable companies will consistently provide dividends. The results also showed that there were no differences in dividend policy between companies that has a high or low value. Thus the results of this study support the irrelevance theory that it does not exist a difference in the value of companies that provide or do not provide dividends.

Keywords: *dividend, profitability, investment, capital structure*

Abstrak

Studi ini mengkaji kemungkinan indikator kebijakan dividen: peluang investasi, profitabilitas, dan struktur modal. Berdasarkan indikator-indikator terpilih, kemudian diuji lebih lanjut apakah kebijakan dividen berimplikasi terhadap nilai perusahaan. Sampel penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang membagikan dividen secara konsisten selama tahun 2013 – 2017. Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas dengan menggunakan regresi data panel dan dilanjutkan dengan uji beda menggunakan chi-square. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kesempatan investasi, profitabilitas dan struktur modal secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan yang profitable akan secara konsisten memberikan dividen. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi maupun rendah. Dengan demikian hasil penelitian ini mendukung teori relevansi bahwa tidak terdapat perbedaan nilai perusahaan yang memberikan atau tidak memberikan dividen.

Kata kunci: dividen, profitabilitas, investasi, struktur modal

Pendahuluan

Cash dividend merupakan masalah yang penting diantara para pemegang saham dan juga pihak manajemen perusahaan, bahkan cenderung terjadi pro dan kontra antara pemegang saham dengan perusahaan emiten. Kontroversi tersebut dikemukakan oleh Miller dan Modigliani dalam Tanushev (2013) yang mengemukakan *dividend irrelevance theory* yaitu besar atau kecilnya dividen yang dibagikan tidak

memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Return yang telah diekspektasikan terhadap aktiva dapat menentukan besaran nilai perusahaan, bukan dari pemisahan laba menjadi dividen. Gordon dan Lintner dalam Tanushev (2013) yang mengemukakan *bird in the hand theory* yaitu bahwa para investor lebih mengharapkan dividen yang tinggi daripada capital gain karena capital gain yang diharapkan dapat menimbulkan risiko yang lebih besar.

Berbeda halnya dengan *tax preference theory* yang dikemukakan Litzenberger dan Ramaswamy dalam Tanushev (2013) bahwa penanam modal lebih memilih dividen yang rendah karena dividen yang tinggi akan dikenakan pajak yang tinggi pula. Teori ini menunjukkan bahwa investor memilih dividen yang rendah untuk dapat menghemat pembayaran pajak.

Kebijakan pembagian *cash dividend* oleh perusahaan memiliki dampak penting bagi berbagai pihak. Bagi para pemegang saham atau investor, *cash dividend* merupakan tingkat pengembalian investasi mereka berupa kepemilikan saham yang diterbitkan perusahaan. Bagi pihak manajemen, *cash dividend* merupakan arus kas keluar yang mengurangi kas perusahaan. Oleh karenanya kesempatan untuk melakukan investasi dengan kas yang dibagikan sebagai dividen tersebut menjadi berkurang. Bagi kreditor, *cash dividend* dapat menjadi signal mengenai kecukupan kas perusahaan untuk membayar bunga atau bahkan melunasi pokok pinjaman. Kebijakan *cash dividend* yang cenderung membayarkan dividen dalam jumlah relatif besar akan mampu memotivasi calon investor untuk membeli saham perusahaan. Dengan demikian, hanya perusahaan yang memperoleh laba yang dapat membagikan dividen. Dengan kata lain dividen bisa menjadi sinyal bahwa suatu perusahaan itu apakah *profitable* atau tidak. Hal ini juga menunjukkan adanya keterkaitan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

Anil dan Kapoor (2008) juga mengemukakan bahwa laba merupakan indikator utama yang menunjukkan kapasitas perusahaan dalam membayarkan dividen. Hashim dan Senandra (2018) menemukan bahwa terdapat pengaruh positif dari profitabilitas terhadap dividen. Dalam penelitian Rahman (2018) juga menunjukkan terdapat hubungan positif antara profitabilitas dengan dividen, yang menyiratkan bahwa jika laba meningkat, maka dividen per saham juga meningkat. *Return on equity* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih untuk pengembalian ekuitas pemegang saham. *Return on Equity* digunakan untuk mengukur profitabilitas dari

ekuitas. Semakin besar hasil *Return on Equity*, maka kinerja manajemen meningkat dalam mengelola sumber dana pembiayaan operasional secara efektif untuk menghasilkan laba bersih.

Subramaniam *et al.*, (2011), menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif dari kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen. Gaver dan Gaver (1993) menguatkan bahwa perusahaan lebih memilih untuk mengurangi pembayaran dividen guna memanfaatkan profit perusahaan untuk menciptakan peluang investasi. Pinto (2019) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan lebih banyak peluang pertumbuhan dan arus kas yang lebih rendah juga terus membagikan dividen, yang artinya bahwa peluang investasi tidak signifikan untuk menentukan kebijakan dividen. Disisi lain, penelitian Kumar (2006) dalam penelitiannya mengenai pengaruh kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen pada perusahaan India selama periode 1994 – 2000 menemukan bahwa kesempatan investasi memberikan dampak positif pada pembayaran dividen.

Perusahaan yang akan melakukan pengembangan usaha atau ekspansi membutuhkan sumber dana yang besar, selain menggunakan modal sendiri, juga dapat memenuhi kebutuhan sumber dana dengan pinjaman. Dengan demikian kesempatan investasi yang akan berpengaruh terhadap keputusan atas sumber dana yang digunakan, atau dengan kata lain kesempatan investasi akan berdampak pada struktur modal. Semakin tinggi hutang maka resiko yang ditanggung juga besar. Hal ini akan mempengaruhi kepercayaan investor terhadap perusahaan dan selanjutnya akan mempengaruhi *cash dividend*. Sheikh (2016) menyebutkan dalam hasil penelitiannya bahwa struktur modal secara positif mempengaruhi kebijakan dividen dan kebijakan dividen itu sendiri juga berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Cash Dividend

Gitman (2003) menyatakan bahwa *cash dividend* merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk uang tunai. Dividen tunai yang

dibayarkan merupakan penilaian investor atas suatu saham. *Cash dividend* mencerminkan arus kas kepada para pemegang saham dan menginformasikan kinerja perusahaan saat ini dan yang akan datang. Pembagian dividen tunai kepada para pemegang saham merupakan perbandingan antara dividen yang diusulkan perusahaan dengan laba bersih setelah pajak (Baridwan, 2004). Besar kecilnya pembagian dividen tunai tergantung dari pembatasan-pembatasan oleh undang-undang, kontrak-kontrak dari jumlah uang tunai yang tersedia dalam perusahaan. *Cash dividend* dapat diukur dari total *cash dividend* yang akan dibagikan kepada pemegang saham berbanding dengan jumlah lembar saham yang beredar.

$$DPS = \frac{\text{Total Dividen}}{\text{Jumlah lembar saham beredar}} * 100\%$$

Kesempatan Investasi

Menurut Gaver dan Gaver (1993), kesempatan investasi untuk masa depan tidak semata-mata hanya dilihat dari adanya proyek-proyek yang didukung kegiatan riset dan pengembangan, namun juga dilihat dengan kemampuan perusahaan untuk dapat mengambil dan mengeksplorasi kesempatan mendapatkan keuntungan dibanding dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kesempatan investasi serta ketersediaan dana untuk membiayai investasi baru merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Hal ini menyebabkan adanya kebijakan residual atau *residual theory of dividend*, yakni dividen baru akan dibayarkan jika masih terdapat sisa setelah melakukan investasi baru (Brigham dan Houston, 2006). Kesempatan Investasi 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. Rasio ini membandingkan perubahan aktiva tetap tahun ini dibandingkan aktiva tetap tahun sebelumnya (Suharli, 2007).

$$\Delta FA = \frac{\text{Fixed Asset}_t - \text{Fixed Asset}_{t-1}}{\text{Fixed Asset}_t} * 100\%$$

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan profit atau laba selama satu tahun yang dinyatakan dalam rasio laba operasi dengan penjualan dari data laporan laba rugi akhir tahun (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Gitman (2009) menyatakan bahwa profitabilitas adalah hubungan antara pendapatan dan biaya yang dihasilkan dengan menggunakan asset perusahaan, baik lancar maupun tetap, dalam aktivitas produksi. Selain itu, faktor-faktor yang mempengaruhi profitabilitas ada 3 (tiga), yaitu: 1) Margin Laba Bersih/ *Net Profit Margin*. Besarnya keuntungan yang dinyatakan dalam persentase dan jumlah penjualan bersih. Profit margin ini mengukur tingkat keuntungan yang dicapai oleh perusahaan berdasarkan tingkat penjualan; 2) Perputaran Total Aktiva/ *Total Assets Turn Over*. Jumlah aktiva yang digunakan dalam operasional perusahaan terhadap jumlah penjualan yang diperoleh selama periode tertentu; 3) Rasio Utang / *Debt Ratio*. Rasio yang memperlihatkan proporsi antara kewajiban dan total kekayaan yang dimiliki (Tandelilin, 2010). Profitabilitas diukur dengan menggunakan rasio Return On Equity merupakan rasio laba bersih terhadap ekuitas saham biasa, mengukur pengembalian atas ekuitas saham biasa (ROE) atau tingkat pengembalian atas investasi pemegang saham. Cara menghitung Return On Equity adalah :

$$ROE = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Ekuitas saham biasa}} * 100\%$$

Struktur Modal

Struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari utang jangka panjang (*long term liabilities*) dan modal sendiri (*shareholder's equity*) yang menjadi sumber pembiayaan suatu perusahaan (Fahmi, 2011). Struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan modal pinjaman yang terdiri dari utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang dengan modal sendiri yang terdiri dari saham *preferen* dan saham biasa. Kebutuhan dana untuk memperkuat struktur modal suatu perusahaan dapat bersumber dari internal dan eksternal

dengan ketentuan sumber dana yang dibutuhkan tersebut bersumber dari tempat-tempat yang dianggap aman dan jika dipergunakan memiliki nilai dalam memperkuat struktur modal keuangan perusahaan. Struktur Modal diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) adalah rasio yang membandingkan jumlah hutang (*liability*) terhadap ekuitas. Rasio ini sering digunakan para analis dan investor untuk melihat seberapa besar hutang perusahaan jika dibandingkan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan atau para pemegang saham.

$$DER = \frac{\text{Total liabilities}}{\text{Total equity}} * 100\%$$

Nilai Perusahaan

Menurut *theory of the firm*, tujuan utama sebuah perusahaan adalah memaksimalkan kekayaan atau nilai perusahaan. Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Husnan dan Pudjiastuti (2012), mendefinisikan nilai perusahaan merupakan harga yang siap dibayarkan oleh calon pembeli apabila perusahaan itu dijual. Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun. Nilai perusahaan diukur dengan *Price to Earning Ratio* (PER) adalah rasio yang membandingkan harga pasar per saham dengan laba bersih per saham. Rasio ini merupakan rasio yang sering digunakan untuk mengevaluasi investasi prospektif. Umumnya para investor akan memperhitungkan PER untuk memperkirakan nilai perusahaan pada suatu saham (Esana dan Darmawan, 2016). Rumus PER adalah sebagai berikut:

$$PER = \frac{\text{Market Price Per Share}}{\text{Earning Per Share}} * 100\%$$

Pengaruh antara Kesempatan Investasi terhadap *Cash Dividend*

Menurut Jensen dan Zorn (1992) manajer cenderung untuk menginvestasikan arus kas bebas ke dalam peluang investasi dan memperbesar ukuran perusahaan meskipun tidak menguntungkan. Apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi yang seharusnya dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk membeli investasi yang menguntungkan. Pemanfaatan kesempatan investasi dapat diukur dengan peningkatan aktiva tetap bersih. Smith dan Watts (1992) percaya bahwa investasi merupakan keputusan yang kontradiktif dalam hal pembayaran dividen, dan Gaver dan Gaver (1993) menyebut bahwa kemungkinan perusahaan lebih memilih untuk mengurangi pembayaran dividen untuk memanfaatkan profit perusahaan untuk menciptakan peluang investasi yang ada. Penelitian yang dilakukan Subramaniam et al., (2011) juga menemukan hubungan negatif yang kuat antara kesempatan investasi dengan kebijakan dividen. Ketika ada peluang investasi yang baik tersedia untuk perusahaan, pihak manajemen memutuskan untuk mengabaikan dividen dalam mendukung peluang investasi yang menguntungkan. Pinto (2019) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan lebih banyak peluang pertumbuhan dan arus kas yang lebih rendah juga terus membagikan dividen, yang artinya bahwa peluang investasi tidak signifikan untuk menentukan kebijakan dividen.

H_1 : Kesempatan Investasi berpengaruh negatif terhadap *cash dividend*

Pengaruh antara Profitabilitas terhadap *Cash Dividend*

Rahman (2018) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *Return On Equity* (ROE) terhadap dividen per saham (DPS) yang menyiratkan bahwa jika laba atas ekuitas meningkat, maka dividen per saham juga meningkat. Tujuan investor berinvestasi adalah mengharapkan profitabilitas perusahaan, karena

dengan adanya keuntungan maka investor dapat menerima dividen yang dibagikan perusahaan. Dividen akan dibagikan perusahaan apabila perusahaan tersebut memperoleh keuntungan, dan besaran dividen juga dilihat dari berapa besar keuntungan yang didapat perusahaan. Hashim dan Senandra (2018) menemukan bahwa terdapat pengaruh positif dari profitabilitas terhadap dividen. Sheikh (2016), dalam penelitiannya menunjukkan bahwa profitabilitas merupakan variabel perusahaan yang mempengaruhi kebijakan dividen. Ajanthan (2014), dalam penelitiannya juga menyebutkan bahwa terdapat dampak yang signifikan dari profitabilitas perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Sri Lanka terhadap pembayaran dividen. Penelitian yang dilakukan Amidu (2007) mengungkapkan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi kinerja perusahaan yang diukur dengan profitabilitasnya. Hasil penelitian menunjukkan hubungan positif dan signifikan antara *Return On Asset*, *Return On Equity* dan *growth in sales* terhadap kebijakan dividen. Menurut Suharli (2007), pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan membukukan profit. Dengan demikian profitabilitas diperlukan untuk perusahaan untuk membayarkan dividen. Tingkat profitabilitas juga mempengaruhi dividen secara positif seperti yang diungkapkan oleh Oktorina (2005).

H₂ : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap cash dividend

Pengaruh antara Struktur Modal terhadap Cash Dividend

Rozeff (1982), melakukan penelitian menggunakan sampel 1000 perusahaan Amerika, hasilnya menunjukkan hubungan negatif antara struktur modal perusahaan dengan pembayaran dividen. Perusahaan dengan komposisi struktur modal yang tinggi cenderung berpotensi rendah dalam hal pembagian dividen. Hal ini disebabkan karena struktur modal yang tinggi dapat diartikan perusahaan memiliki hutang yang besar, sehingga manajemen lebih memprioritaskan untuk melakukan pembayaran kewajibannya dahulu sebelum membagikan dividen. Jensen

(1992) menguji hubungan antara faktor-faktor penentu dari tiga pilihan kebijakan, yakni *capital structure*, *leverage* dan tingkat dividen, hasilnya membuktikan bahwa *capital structure* adalah penentu penting kebijakan dividen secara negatif. Khan (2005) dalam studinya juga mendapati bahwa struktur modal memiliki dampak negatif pada kemampuan pembayaran dividen. Sharif, *et.al* (2010), dalam studinya mendapatkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara struktur modal terhadap pembayaran dividen. Berdasarkan pemikiran tersebut, struktur modal memiliki keterkaitan negatif terhadap *cash dividend*.

H₃ : Struktur modal berpengaruh negatif terhadap *cash dividend*

Pengaruh antara Kesempatan Investasi, Profitabilitas dan Struktur Modal terhadap Cash Dividend

Menurut Abbott (2001) untuk kepentingan jangka panjang, peningkatan dalam peluang investasi yang ditetapkan perusahaan menghasilkan peningkatan rasio pembayaran dividen dan juga peningkatan hasil dividen mereka. Al-Kuwari (2009) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa kebijakan dividen suatu perusahaan sangat bergantung pada profitabilitas perusahaan itu sendiri. Krishnamoorthi (2016) juga berpendapat bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain *Return on Asset*, *Return on Equity*, *Return on net Worth*, *Debitur Turnover rasio* dan *Net Profit Margin*. Keputusan yang terkait antara struktur modal dengan pembayaran dividen adalah bagian dari keputusan keuangan yang saling mengikat antara keduanya. Asad Abbas et al., (2016) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa struktur modal dan pembayaran dividen berpengaruh positif dalam industri manufaktur Pakistan. Hal ini menunjukkan bahwa keputusan struktur modal dan dividen memiliki dampak satu sama lain dan harus dipertimbangkan secara bersamaan.

H₄ : Kesempatan investasi, profitabilitas dan struktur modal memiliki pengaruh terhadap *cash dividend*

Uji Beda antara *Cash Dividend* dengan Nilai Perusahaan

Kenaikan pembayaran dividen dilihat sebagai signal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Dengan kenaikan pembayaran dividen maka akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, dapat diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. sehingga kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Sebaliknya penurunan pembayaran dividen akan dilihat sebagai prospek perusahaan yang buruk. Menurut Jansen (1996) dalam Nurul Hidayati (2016), harga saham akan meningkat jika perusahaan membayar atau berjanji untuk membayar kelebihan kas yang dimiliki kepada pemegang saham. Dengan kata lain peningkatan pembayaran dividend dalam bentuk devidend kas akan menghasilkan respon positif pada harga saham dalam jangka pendek. Peningkatan harga saham turut meningkatkan nilai perusahaan. Pratama (2013), dalam penelitiannya menunjukkan bahwa *dividend* berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi *dividend* yang dibayarkan, akan berkorelasi positif terhadap nilai perusahaan dan begitu juga sebaliknya. Hal ini juga dapat diartikan bahwa terdapat perbedaan mengenai nilai perusahaan jika dilihat dari besaran dividen yang dibagikan. Hal ini sejalan dengan *Bird in The Hand Theory* yang disampaikan oleh Brigham dan Houston (2006) bahwa *dividend* yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan.

H₅ : Terdapat perbedaan kebijakan dividen tunai pada perusahaan yang memiliki nilai tinggi dan perusahaan yang memiliki nilai rendah

Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian eksplanatoris kausalitas. Penelitian ini menggunakan pendekatan metode penelitian

kuantitatif. Data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data *cash dividend* (DPS) kesempatan investasi perusahaan, profitabilitas (ROE), struktur modal (DER) serta nilai perusahaan (PER) itu sendiri pada semua perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Data tersebut merupakan data panel tahunan dari tahun 2013 – 2017

Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini menggunakan dua fungsi variabel yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah kesempatan investasi, profitabilitas dan struktur modal, sedangkan variabel dependen meliputi *cash dividend* dan nilai perusahaan.

Teknik Analisa Data

Uji Asumsi Klasik

Model regresi linear berganda dapat dicapai bila memenuhi asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik meliputi uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas. Uji normalitas data ini bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel residual memiliki distribusi normal atau tidak (Ghozali, 2013). Uji Multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau tidak, model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi yang tinggi diantara variabel bebas. Pengujian heteroskedastisitas bertujuan mengetahui apakah dalam model regresi terdapat ketidaksamaan *varians* variabel pengganggu antara pengamatan satu ke pengamatan lain. Untuk menciptakan regresi yang baik, maka dalam model regresi tidak boleh terdapat heteroskedastisitas atau harus bersifat homokedastisitas. Sedangkan Pengujian autokorelasi bertujuan mengetahui apakah terjadi korelasi antara variabel *error* pada periode *t* dan periode *t-1* dalam model regresi.

Pengujian Model
Analisa Model Data Panel

Teknik pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan regresi data panel. Dalam data panel, data cross section yang sama di observasi menurut waktu (Gujarati, 2004). Data panel merupakan gabungan antara jenis dan *time series* (lintas waktu) dan *cross section* (lintas individu), sehingga data panel merupakan data yang memiliki dimensi waktu dan ruang. Adapun regresi data panel yang digunakan yaitu sebagai berikut :

$$DPS_{i,t} = \alpha_0 - \beta_1 \Delta FA_{i,t-1} + \beta_2 ROE_{i,t-1} - \beta_3 DER_{i,t-1} + e_t$$

Uji Beda Chi-Square

Uji Kai Kuadrat atau *Chi Square* adalah pengujian hipotesis mengenai perbandingan antara frekuensi observasi atau aktual dengan frekuensi harapan. *Chi Square* digunakan untuk melakukan pengujian terhadap dua kelompok data. Menurut Sugiyono (2007) analisis *Chi Square* digunakan untuk menguji hipotesis komparatif lebih dari dua sampel, bila datanya berbentuk diskrit atau nominal.

Ho : tidak terdapat perbedaan secara signifikan

Ha : terdapat perbedaan secara signifikan

Hasil Dan Pembahasan
Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas dapat dilihat pada *Jerque-Bera* dan *Probability*. Jika *Probability* > α maka data terdistribusi normal. Pada Tabel 1 di lampiran, dapat dilihat bahwa data berdistribusi normal karena $0,342298 > 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal. Ada atau tidaknya *multikolinearitas* dapat dilihat dari nilai koefisien korelasi antar variabel independen. Berdasarkan Tabel 2 di lampiran, terlihat bahwa nilai koefisien korelasi semua variabel independen berada dibawah 0,800. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terjadi *multikolinearitas* antar variabel independen. Uji Heteroskedastisitas dapat dilihat apabila nilai probabilitas < 0,05 maka adanya *heteroskedastisitas*. Dari hasil Uji *White* pada tabel 3 di lampiran terlihat adanya probabilitas variabel independen > 0,05 sehingga terbebas dari *heterokedastisitas*. Hasil uji *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test* pada tabel 4 di lampiran dapat dilihat nilai *Prob Chi Square* (2) masing-masing adalah 0,4 dimana > 0,05 sehingga di terima H_0 atau yang berarti tidak ada masalah autokorelasi.

Tabel 1
Hasil Uji Klasik

Uji Asumsi Klasik	Hasil Uji	Keterangan
Uji Normalitas	Nilai probability > 0,05	Data terdistribusi normal
Uji Multikolinearitas	Nilai koefisien korelasi variabel independen < 0,800	Tidak terjadi <i>multikolinearitas</i>
Uji Heteroskedastisitas	Nilai probability > 0,05	Terbebas dari <i>heterokedastisitas</i>
Uji Autokorelasi	Nilai <i>Prob Chi Square</i> (2) > 0,05	Tidak ada masalah autokorelasi

Sumber : Hasil Olah Data

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 5 di lampiran menunjukkan bahwa rata-rata masing-masing variabel berada pada angka positif. Dalam melakukan pengambilan keputusan pembagian cash dividend, perusahaan harus mempertimbangkan variabel-variabel yang

mempengaruhinya. Penelitian ini mengambil rasio perusahaan non keuangan yang membagikan *cash dividend* yang terdaftar di BEI pada periode 2013-2017 sebagai tolak ukur kinerja perusahaan secara menyeluruh.

Berdasarkan Tabel 5 di lampiran diketahui bahwa *cash dividend* yang diproksikan dengan variabel *dividend per share* dengan nilai minimum 2,60 dan nilai maksimum 46.195,00. Sedangkan nilai mean sebesar 797.3719 dan standar deviasi sebesar 4419.647. Artinya bahwa tingkat dividend per share masih tergolong rendah. Pertumbuhan asset yang diproksikan dengan Δ FA terlihat memiliki nilai minimum -89,060 dan nilai maksimum mencapai 121,900. Adapun nilai mean dari pertumbuhan asset 10,718 atau 10,718% serta standar deviasi sebesar 22,157. Profitabilitas yang diproksikan

dengan *Return On Equity* (ROE) memiliki nilai minimum sebesar 0,1500, nilai maksimum 143,5300, nilai mean sebesar 25,526 dan standar deviasi sebesar 32,621. Struktur modal yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* memiliki nilai minimum sebesar 0,1900 dan nilai maksimum sebesar 59,000. Untuk nilai *mean* sendiri sebesar 1,4941 dengan standar deviasi sebesar 5,578. Nilai perusahaan diproksikan dengan *Price to Earning Ratio* (PER) dengan nilai minimum sebesar 4,0100 dan maksimum mencapai 66,0200. Nilai *mean* dari PER 202,735 dengan standar deviasi sebesar 12,4554.

Tabel 2
Analisis Deskriptif

	DPS (Rp)	Δ FA (%)	ROE (%)	DER (x)	PER (%)
Mean	797.3719	10.71882	25.52636	1.494182	20.73536
Median	120.0000	5.065000	13.99000	0.745000	16.77000
Maximum	46195.00	121.9000	143.5300	59.00000	66.02000
Minimum	2.600000	-89.06000	0.150000	0.190000	4.010000
Std. Dev.	4419.647	22.15788	32.62196	5.578934	12.45545

Sumber : Hasil Olah Data

Analisa Model Data Panel

Hipotesis pengujian yang dilakukan menggunakan uji regresi Data Panel yang fokus pada model *Common Effect* sesuai hasil pengolahan data pada Tabel 8 di Lampiran, menunjukkan bahwa probabilitas variabel kesempatan investasi dan struktur modal $> 0,05$, yang berarti variabel independen tersebut tidak memiliki pengaruh secara parsial terhadap

variabel dependen. Namun, probabilitas variabel Profitabilitas $< 0,05$ yang berarti variabel independen memiliki pengaruh secara parsial terhadap variabel dependen. Adapun dilihat dari hasil uji F statistik menunjukkan bahwa nilai probabilitas $0,000000 < 0,05$ yang berarti variabel-variabel independen secara simultan mempengaruhi variabel dependen.

Tabel 3
Ringkasan Penelitian

Variabel	Coefficient	Prob.	Hipotesis	Pengaruh/signifikan
FA	0.077240	0.3049	(-)	(-) tidak
ROE	0.969050	0.0000	(+)	(-) ya
DER	-0.202730	0.2901	(-)	(-) tidak
C	0.959120	0.0001	(+)	(+) ya
Adjusted R-squared			0.284331	
Prob(F-statistic)			0.000000	
Durbin-Watson stat			1.910067	

Sumber : Hasil Olah Data

Pengaruh antara Kesempatan Investasi terhadap *Cash Dividend*

Pengujian terhadap variabel kesempatan investasi berdasarkan Tabel 8 pada lampiran diperoleh hasil pengujian regresi dengan nilai koefisien regresi 0,07724 dengan nilai P-value sebesar 0,3049. Hasil ini membuktikan bahwa variabel kesempatan investasi tidak memiliki pengaruh terhadap *cash dividend*. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis yang dibentuk yang menyatakan bahwa kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan *cash dividend*. Seperti yang diungkapkan Pinto (2019), bahwa perusahaan dengan lebih banyak peluang investasi atau sebaliknya dan arus kas lebih rendah juga terus terlihat membagikan *cash dividend*. Artinya, kesempatan investasi meningkat atau menurunnya *fixed asset* ternyata tidak berpengaruh bagi manajemen dalam hal menentukan kebijakan *cash dividend*. Hal ini senada dengan *Signaling theory* yang membuktikan bahwa kebijakan *cash dividend* merupakan sinyal tersendiri bagi para pemegang saham mengenai kinerja perusahaan dan prospeknya dimasa akan datang tanpa melihat adanya kenaikan atau penurunan *fixed asset* perusahaan

Pengaruh antara Profitabilitas terhadap *Cash Dividend*

Pengujian terhadap variabel profitabilitas yang diproksikan dengan ROE dilihat dari Tabel 8 pada lampiran diperoleh hasil pengujian regresi didapatkan nilai koefisien sebesar 0,969050 dengan nilai P-value sebesar 0,0000. Hasil regresi common effect model mendukung hipotesis yang menyatakan profitabilitas (*return on equity*) berpengaruh positif terhadap kebijakan *cash dividend*. Hal ini menyiratkan bahwa jika laba meningkat maka dividen per saham juga meningkat. Hasil penelitian ini juga menguatkan beberapa penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Hashim dan Davidas (2018), Rahman (2018) dan Ajanthan (2014) bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan *dividend*. Kemampuan perusahaan dalam membayar dividen juga merupakan sinyal

mengenai keberhasilan perusahaan dalam membukukan profit.

Pengaruh antara Struktur Modal terhadap *Cash Dividend*

Pengujian terhadap variabel struktur modal yang diproksikan dengan DER pada Tabel 8 di lampiran dari hasil pengujian regresi didapat nilai koefisien -0,202730 dengan nilai P-value 0,2901. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel struktur modal yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* tidak berpengaruh terhadap kebijakan *cash dividend*. Artinya meskipun perusahaan sebagian besar menggunakan utangnya untuk membiayai operasional perusahaan, namun karena utangnya terbilang rendah maka tidak mampu mempengaruhi manajemen dalam kebijakan *cash dividend*. Hal ini juga menunjukkan bahwa manajemen memberikan sinyal positif bagi investor bahwa perusahaan mampu membayarkan dividen meskipun perusahaan itu sendiri memiliki kewajiban-kewajibannya baik jangka panjang maupun jangka pendek.

Pengaruh antara Kesempatan Investasi, Profitabilitas dan Struktur Modal terhadap *Cash Dividend*

Nilai koefisien konstanta adalah 0,959120, sedangkan koefisien kesempatan investasi adalah 0,077240, profitabilitas adalah 0,969050 dan struktur modal -0,202730 dengan tingkat signifikansi 5%. Berdasarkan analisa data panel dengan model common effect pada tabel 8 di lampiran, diketahui bahwa hasil dari uji hipotesis sebagai berikut: 1) Uji R² ditunjukkan oleh nilai *adjusted R-Squared* sebesar 0,284331 menunjukkan bahwa 28,43% dari varians *Cash dividend* dapat dijelaskan oleh variabel kesempatan investasi, profitabilitas dan struktur modal. Sementara itu 71,57% kebijakan *cash dividend* dipengaruhi oleh faktor-faktor lain; 2) Uji F digunakan untuk menguji pengaruh secara simultan antara variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil olahan data menunjukkan bahwa variabel kesempatan investasi, profitabilitas dan struktur modal secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan *cash dividend* dengan nilai probabilitas

sebesar $0,000000 < 0,05$ sehingga variabel-variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Dari uji analisa regresi data panel dengan model *common effect* didapatkan persamaan regresi sebagai berikut:

DPS=

$$0,959120 + 0,077240 \Delta FA + \\ 0,969050 ROE - 0,202730 DER$$

Keterangan :

Signifikan pada $\alpha 0,05$

Uji Beda antara *Cash Dividend* dengan Nilai Perusahaan

Uji Beda menggunakan *Uji Chi-Square*, yang bertujuan untuk mengetahui hubungan antar variabel dalam penelitian ini *cash dividend* dengan nilai perusahaan. Berdasarkan lampiran tabel 9 , nilai Sig *Pearson Chi-Square* sebesar 0,620 yang artinya lebih besar dari 0,05. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan hubungan antara kebijakan deviden kas dengan nilai perusahaan baik itu yang rendah maupun yang tinggi karena nilai pearson chi-square $0.620 > 0.05$. Hasil ini mendukung *Dividend Irrelevance theory* yang dikemukakan Merton Miller dan Franco Modigliani (1958) bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya dalam menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain, nilai perusahaan hanya tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi antara dividen dan laba yang ditahan.

Perusahaan yang memiliki peluang untuk melakukan investasi ataupun sebaliknya terlihat terus membagikan *cash dividend*, artinya peluang investasi tidak signifikan dalam menentukan kebijakan *cash dividend*. Faktor profitabilitas menjadi faktor utama yang mendukung hipotesis, dalam artian berpengaruh positif atas kebijakan *cash dividend*. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang profitable akan konsisten memberikan dividen. Adapun faktor struktur modal tidak mendukung hipotesis yang dibangun. Hasil penelitian menemukan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi dalam hal kebijakan *cash*

dividend, artinya bahwa perusahaan akan tetap membagikan *dividend* tanpa dipengaruhi besarnya modal perusahaan baik dari utang dan modal internal. Hasil ini tidak mendukung *signaling theory* bahwa keputusan pendanaan tidak menjadi signal informasi baik atau buruk bagi investor. Demikian juga informasi yang menunjukkan *fixed asset* yang dimiliki perusahaan tidak menjadi informasi yang dipertimbangkan investor atas keuntungan dividen yang akan diperoleh kedepan. Peneliti juga menemukan tidak ada perbedaan jika dilihatnya tinggi rendahnya nilai perusahaan terhadap kebijakan *cash dividend* yang dilakukan perusahaan. Hasil ini mendukung teori *Irrelevance theory* bahwa tidak terdapat perbedaan nilai perusahaan yang memberikan atau tidak memberikan *cash dividend*.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan, maka dapat diambil kesimpulan: 1) Hasil penelitian ini menunjukkan kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan *cash dividend*; 2) Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan *cash dividend*; 3) Struktur modal tidak berpengaruh terhadap kebijakan *cash dividend*; 4) Kesempatan investasi, profitabilitas dan struktur modal secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan *cash dividend*; 5) Tidak terdapat perbedaan kebijakan *cash dividend* antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi maupun rendah.

Penelitian ini tidak terlepas dari keterbatasan-keterbatasan. Adapun keterbatasan penelitian ini adalah data yang digunakan merupakan data tahunan. Sampel perusahaan dalam penelitian ini hanya 22 perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI dengan periode penelitian antara tahun 2013 sampai dengan 2017. Faktor-faktor yang diteliti dalam menganalisa faktor yang mempengaruhi kebijakan *cash dividend* hanya faktor kesempatan investasi, profitabilitas dan struktur modal. Adapun variabel nilai perusahaan hanya digunakan untuk menganalisa uji beda nilai

perusahaan itu sendiri terhadap kebijakan *cash dividend*.

Untuk penelitian selanjutnya, dapat menambah variabel-variabel lain yang dapat mempengaruhi kebijakan *cash dividend*, seperti faktor pajak, likuiditas, *return on asset*, kebutuhan untuk bayar utang, *collateralizable assets*. Selain itu peneliti selanjutnya juga dapat menambah tahun penelitian yang lebih dari lima tahun dan juga menambah jumlah pengamatan tidak hanya berdasarkan tahun. Bagi perusahaan atau manajer dapat mempertimbangkan faktor profitabilitas yang mempengaruhi *cash dividend* sehingga hasilnya dapat menaikkan nilai perusahaan. Bagi investor yang mengharapkan kebijakan *cash dividend* yang baik dalam hal berinvestasi hendaknya lebih memperhatikan faktor-faktor yang meningkatkan profitabilitas perusahaan, karena dengan profit yang diperoleh perusahaan mempengaruhi manajemen dalam hal kebijakan *cash dividend* dan meningkatkan nilai perusahaan itu sendiri.

Daftar Pustaka

- Abbott, L. (2001). Financing, dividend and compensation policies subsequent to a shift in the investment opportunity set. *Managerial Finance, Vol. 27*, 31–47.
- Ajanthan, A. (2014). The Relationship between Dividend Payout and Firm Profitability: A Study of Listed Hotels and Restaurant Companies in Sri Lanka, (January).
- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy & Finance Journal 2, Vol. 2*, 38–63.
- Amidu, M. (2007). " How Does Dividend Policy Affect Performance of The Firm on Ghana Tock Exchange. *Investment Management and Financial Innovation, Volume 4*(Issue 2), 103–112.
- Anil, K., & Kapoor, S. (2008). Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector. *International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450*-(15).
- Asad Abbas et al. (2016). Dividend Policy and Capital Structure: Testing Endogeneity Dividend Policy and Capital Structure: Testing Endogeneity, (March 2016). <https://doi.org/10.2139/ssrn.2745726>
- Baridwan, Z. (2004). *Intermediate Accounting* (Edisi Kede). Yogyakarta: BPFE.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2006). *Fundamentals of Financial management*. Jakarta: Salemba Empat.
- Esana, R., & Darmawan, A. (2016). Pengaruh Kebijakan Dividen dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan serta Dampaknya Terhadap Profitabilitas t + 1. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB), 50*(6), 201–210.
- Fahmi, I. (2011). *Analisis Kinerja Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *16*, 125–160.
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gujarati. D. (2004). *Basic Econometrics: (Fourth Edition)*. New York: Mc. Graw Hill Companies.
- Hashim, S. L., & Davidas, S. M. (2018). The Impact of Dividend Policy on Shareholders ' Wealth in Malaysia, *10*(3), 354–362.
- Husnan, S., & Pudjiastuti, E. (2012). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (Edisi Keen). Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Jensen, G. R., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership , Debt , and Dividend Policies, (December 2013). <https://doi.org/10.2307/2331370>
- Khan, T. (2005). Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data, 1–41.
- Khuzaini , Dwi Wahyu Artiningsih, L. P. (2007). Influence of Profitability, Investment Opportunity Set (Ios) Leverage and Dividend Policy on Firm Value in The L Service in Indonesia Stock Exchange, *23*(39870423), 946–952.

- <https://doi.org/10.13989/j.cnki.0517-6611.2015.10.011>
- Krishnamoorthi, D. M. (2016). Impact of Liquidity , Turnover and Profitability on Dividend Payment of Select Steel Companies in India. *Asian Journal of Research in Social Sciences and Humanities*, (July). <https://doi.org/10.5958/2249-7315.2016.00502.5>
- Kumar. (2006). Corporate Governance and Dividends Payout in India.
- Lawrence J Gitman. (2003). *Principles of Managerial Finance* (10 th edit). Addison Wesley.
- Munawir S. (2004). *Analisa Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Penerbit Liberty.
- Nurul Hidayati. (2016). Pengaruh Free Cash Flow, Dividend, Leverage dan Good Corporate Governance Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal Riset Mahasiswa Akuntansi (JRMA)*, Vol.4 No.2(ISSN: 2337), 1–11.
- Pinto, G. (2019). Sectoral Analysis of Factors Influencing Dividend Policy: Case of an Emerging Financial Market, (Gordon 1963).
- Pratama, S. A. (2013). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. (Studi Kasus pada 50 Perusahaan dengan Kapitalisasi Terbesar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010 - 2012. *Jurnal Manajemen*.
- Rahman, A. (2018). Effect of Dividend Policy on Firm ' s Performance: A Case Study of Cement Sector of Pakistan, *1*(5), 6–15.
- Rozeff, M. . (1982). Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*.
- Sharif, Salehi, H. (2010). Ownership Structure of Iranian Evidence and Payout Ratio Ownership Structure of Iranian Evidence and Payout Ratio, (June 2010). <https://doi.org/10.5539/ass.v6n7p36>
- Sheikh, N. A., & Author, C. (2016). Communal Determinants of Dividend Policy and Capital Structure: Evidence from Pakistan, *36*(2), 771–780.
- Smith, C. W., Watts, R. L., Smith, W., & Watts, R. L. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing , Dividend , and Compensation Policies The investment opportunity set and corporate financing , dividend , and compensation policies *, (October 2017). [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- Subramaniam, R., Devi, S. S., & Marimuthu, M. (2011). Investment opportunity set and dividend policy in Malaysia, *5*(January). <https://doi.org/10.5897/AJBM11.687>
- Sugiyono. (2007). *Statistik untuk Penelitian*. Bandung: CV. Alfabeta.
- Suharli, M. (2007). Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, *9*(1), 9–17. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2013.07.003>
- Sujoko, & Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan.*, Vol. *9*(No. 1. Maret: 41-48.).
- Tandelilin, E. (2010). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPF.
- Tanushev, C. (2013). Theoretical Models of Dividend Policy, 299–316.
- Widarjono, A. (2007). *Ekonometrika Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis (2nd ed)*. (2nd ed.). Yogyakarta: Ekonisia FE UII.