

**MEMPREDIKSI TINGKAT PENGEMBALIAN INVESTASI MELALUI RASIO
PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, DAN HUTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR**

SAMIN, ERMAWATI & SUSI INDRIANI

Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Jakarta

JL.RS.Fatmawati Pondok-Labu Jakarta-Selatan 12210

Abstract

The purpose of This research is to identificate some factors as return on invesment which devident payment is used by ratio analize (profitability,Liquidity and Debt ratio.) ,Return on invesment is measured by company's cash devident .

153 Manufacturer companies in Indonesia from 2000 until 2004 are used as sample.

Three ratio (current ratio, profitability ratio and debt ratio) analized are found current ratio and debt ratio have dominant in return on invesment predicting as cash devident pay out.

Keywords : Cash Dividend, Profitability , Liquidity and Leverage Ratio

PENDAHULUAN

High Risk High Return merupakan istilah yang populer dalam dunia investasi, yang artinya adalah bahwa semakin tinggi resiko yang kita ambil maka semakin tinggi pula *return* (tingkat pengembalian) yang akan diterima. Investasi yang kita tanamkan dalam bentuk saham akan mendapatkan tingkat pengembalian berupa *capital gain* ataupun dividen. *Return* tersebut dapat dijadikan sebagai salah satu indikator bagi para investor untuk berinvestasi sebagai sarana peningkatan *wealth* (kesejahteraan) bagi pemegang saham (Suharli,2004).

Konflik kepentingan antara pihak manajemen dan pemegang saham yang dilandasi adanya kesenjangan informasi dan tanggung jawab yang dimiliki oleh manajer pada posisi *superior* terhadap para *stakeholders* (pemegang

saham) telah dikenal luas sebagai *conflict of interest* dalam bidang ekonomi. *Incentive contract* (kontrak kompensasi) terhadap pihak manajemen untuk menyatukan kepentingan dengan para pemilik modal telah banyak dibahas sebagai alat untuk meminimalkan konflik tersebut yang tentunya menyangkut nilai kompensasi yang besar dari perusahaan.

Biaya yang terjadi atas *incentive contract* yang ditawarkan terhadap pihak manajemen dapat ditekan dengan membuat perjanjian yang mengakomodasi prosentase kepemilikan perusahaan oleh para manajer (Jensen & Meckling,1976). Hal ini diperkuat oleh argumen yang menyatakan bahwa dengan tersebarnya *voting right* (hak suara) diantara para pemilik saham yang diantaranya adalah proporsi kepemilikan manajemen, akan menciptakan adanya kontrol dari dalam perusahaan. Bentuk

nyata atas kontrol tersebut adalah dengan meningkatnya keefektifan atas pengambilan keputusan yang dilakukan oleh pihak manajemen atas keberlangsungan perusahaan (Demsetz & Lehn, 85). Sehingga pada akhirnya akan terjadi kestabilan pencapaian laba dan juga dapat ditekannya nilai kontrak kompensasi atas pencapaian kinerja pihak manajemen.

Oleh karena itu tingkat pengembalian investasi berupa dividen mempunyai peranan penting bagi para pemegang saham. Terutama bagi investor yang berasal dari luar perusahaan, karena dengan bisa memprediksi berapa besar tingkat pengembalian investasi yang akan diterima maka mereka akan dapat mendiversifikasi resiko dengan membeli saham dalam jumlah terbatas pada beberapa perusahaan. Sedangkan untuk pemegang dari pihak dalam perusahaan (manajemen) tidak dapat meminimalisir resiko ini karena adanya keterikatan mereka dalam pengelolaan perusahaan (Friend & Hasbrouck, 1987). Dari penjelasan tersebut dapat dikatakan bahwa 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. Keputusan mengenai dividen selalu terkait dengan keputusan pendanaan dan keputusan investasinya. Sebagai ilustrasi, jika perusahaan menetapkan kebijakan pembagian dividen rendah meski perusahaan membukukan laba yang besar, dimana hal ini dilakukan karena proses ekspansi dalam rangka strategi jangka panjang perusahaan. Dengan pertimbangan bahwa penggunaan dana yang berasal dari dalam perusahaan merupakan sumber dana lebih murah dibandingkan dana dari luar perusahaan. Hal ini terjadi karena adanya keuntungan pajak atas *defers taxable payouts* (penangguhan pembayaran pajak) kepada para pemegang saham (Masulis & Trueman, 1988), yang akan mengurangi nilai *present value* atas hutang pajak pribadi pemegang saham. Sehingga para pemegang saham tersebut akan cenderung untuk mereinvestasikan pendapatannya dengan suku bunga yang lebih rendah dibanding dana dari luar.

Investor yang tidak bersedia mengambil risiko tinggi (*risk aversion investor*) tentu 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), 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*). 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

1. Dividen sebagai Tingkat Pengembalian Investasi

Perusahaan yang sukses memperoleh laba akan memperlakukan laba menjadi tiga, yaitu diinvestasikan kembali ke dalam aset yang produktif, dibayarkan untuk melunasi kewajiban dan dibagikan sebagai dividen (Pratt, 2000). Selaras dengan sasaran perusahaan yaitu memaksimalkan nilai pemegang saham maka 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.

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 Indonesia. Rentang waktu laporan keuangan yang digunakan sebagai obyek adalah periode yang berakhir tanggal 31 Desember 2000 sampai dengan 31 Desember 2004. Perusahaan yang diteliti bergerak dalam bidang industri, pernah membagikan dividen pada periode penelitian dan memenuhi kriteria pemilihan sampel yang telah ditetapkan.

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 pemiliki residual ekuitas (*net income to residual equity holders*) Hendriksen dan Breda (1992). Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi dan memiliki banyak proyek yang bagus akan cenderung menahan laba dengan persentase yang tinggi, sedangkan perusahaan yang sudah mapan dan memiliki aliran kas yang besar tetapi peluang investasi terbatas akan memberikan distribusi uang yang royal (Brigham & Houston,

2006). Ketika diputuskan terjadinya pendistribusian kesejahteraan kepada para pemegang saham harus selalu diingat bahwa tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. Kebijakan dividen yang optimal akan menyeimbangkan dividen saat ini dan pertumbuhan di masa depan sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

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. Terdapat tiga teori tentang preferensi investor yang akan membimbing terjadinya kebijakan dividen yang akan dilakukan perusahaan, yaitu (1) teori irrelevansi dividen (*dividend irrelevance theory*), (2) teori "burung di Tangan" (*bird in the hand theory*) dan (3) teori preferensi pajak.

Irelevansi dividen menyatakan bahwa kebijakan dividen sebuah perusahaan tidak memiliki pengaruh baik itu pada nilai saham maupun biaya modalnya (Miller & Modigliani, 1961), mereka berpendapat bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasar untuk menghasilkan laba dan resiko bisnisnya. Pada penelitian ini lebih cenderung kepada teori kebijakan dividen yang kedua yaitu

teori burung di tangan yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimalkan oleh rasio pembayaran dividen yang tinggi, karena investor akan memandang dividen tunai sebagai hal yang kurang beresiko jika dibandingkan dengan potensi keuntungan modal (Gordon & Lintner 1962). Investor tidak berniat mengambil risiko demi *capital gain* di masa yang akan datang, mereka akan lebih berorientasi kepada dividen saat ini. Sedangkan teori preferensi pajak menyatakan bahwa karena keuntungan modal jangka panjang terkena pajak yang lebih ringan daripada dividen, sehingga investor lebih menyukai perusahaan menahan laba mereka daripada membayarkannya sebagai dividen.

Ketiga teori diatas menunjukkan saran yang bertentangan dalam hal kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan, sehingga kebijakan dividen hendaknya memperhatikan kandungan informasi dari dividen/pensinyalan (*Signaling Hypothesis*) dan efek pelanggan (*Clientele Effect*). *Signaling Hypothesis* adalah teori yang menyatakan bahwa investor akan memandang perubahan dividen sebagai suatu sinyal peramalan laba oleh manajemen. Hal ini didasari atas pemikiran bahwa sinyal-sinyal dengan variabel yang didasarkan atas kas (baik itu bunga hutang ataupun dividen) tidak akan dapat ditiru oleh perusahaan-perusahaan yang tidak sukses, karena perusahaan tersebut tidak memiliki kekuatan menghasilkan uang di masa depan untuk mempertahankan pembayaran bunga atau dividen yang telah diumumkan. Jadi investor akan mempercayai laporan yang disertai

dengan peningkatan deviden atau program perluasan yang didanai oleh hutang (Ross,1977).

Efek pelanggan menyatakan bahwa sebuah perusahaan akan menarik investor yang menyukai kebijakan pembayaran deviden perusahaan. Perusahaan dapat mengganti kebijakan devidennya dari satu kebijakan ke kebijakan yang lain dan kemudian membiarkan pemegang saham yang tidak menyukai kebijakannya menjual sahamnya, atau bisa mengakibatkan tertariknya pelanggan/investor

2. Profitabilitas Investee dan Return

Investasi berupa deviden

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. Perusahaan yang memiliki operasi stabil umumnya mempunyai kondisi laba serta arus kas yang tinggi dan dapat merencanakan deviden dengan tingkat keyakinan cukup tinggi, Lintner (1956) memberikan pembuktian secara empiris bahwa terdapat stabilitas dalam pembayaran deviden perusahaan. Stabilitas keuntungan adalah penting untuk mengurangi risiko bilamana terjadi penurunan laba yang memaksa manajemen untuk memotong deviden (Partington, 1989). Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat

baru yang akan mengakibatkan naik atau turunnya harga saham (Pettit, 1977). Pada praktiknya sebagian besar perusahaan mencoba untuk mengikuti kebijakan yang membayarkan deviden yang terus meningkat. Hal ini dikarenakan kebijakan tersebut akan memberikan investor laba yang stabil dan dapat diandalkan, dan ketidakmampuan untuk memenuhinya akan memberikan sinyal kepada investor mengenai ekspektasi manajemen akan laba di masa mendatang.

pembayaran deviden 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).

3. 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 deviden lebih baik pula. Aliran deviden yang lancar atau meningkat dalam waktu jangka panjang memberikan sinyal bahwa kondisi keuangan perusahaan masih terkendali dengan baik. Penelitian Suharli (2004) sebelumnya sudah memberikan pemikiran awal

mengenai pengaruh likuiditas perusahaan terhadap kebijakan jumlah pembagian dividen.

Dari berbagai ukuran likuiditas yang ada, terdapat ukuran likuiditas yang umum digunakan mengukur likuiditas : *current ratio*, *quick ratio* dan *cash acid-ratio* (Karnadi, 1993). Likuiditas perusahaan diasumsikan dalam penelitian ini mampu menjadi alat prediksi

4. Leverage dan Return investasi berupa dividen

Myers dan Majluf (1984) telah mengembangkan suatu teori yang menyatakan bahwa *managers* cenderung untuk menjual *securities* perusahaan pada saat nilai pasar *overpriced* dikarenakan mereka mempunyai informasi lebih baik dari para investor. Umumnya surat-surat berharga yang *mispriced* tersebut berbentuk *convertible securities* yang diikuti suku bunga hutang yang rendah. Teori tersebut menyatakan bahwa penyesuaian yang terjadi atas harga *overpriced securities* tersebut mengakibatkan bahwa para pengelola keuangan perusahaan seharusnya lebih mengutamakan penggunaan dana dari dalam atau yang lebih dikenal dengan *pecking order hypothesis*. Analisa lebih lanjut atas hal ini mengindikasikan bahwa *stockholders* lebih menginginkan *free cashflow* untuk menghindari resiko yang lebih besar atas sumber dana dari luar perusahaan (*leveraged*). Maka berdasarkan model Myers dan Majluf (1984), hasil pengamatan reaksi harga saham terhadap pengumuman investasi, dividen, dan keputusan

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. Penelitian ini mengukur likuiditas perusahaan dengan menggunakan *current ratio*.

pembiayaan konsisten dengan prediksi *pecking order*, bahwa semua bentuk sumber dana dari luar perusahaan mengindikasikan sinyal negatif bagi para investor.

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), pada penelitian ini menggunakan *Debt ratio*

atau *debt to asset ratio* untuk menghitung tingkat *leverage* karena merupakan perwakilan keputusan *leverage* yang mengutamakan sumber dana dari luar perusahaan.

Perusahaan yang memiliki rasio utang 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 hubungan yang berlawanan arah ini selaras dengan hasil penelitian Brigham dan Ehrhardt (2002) bahwa semakin besar *leverage* perusahaan maka cenderung untuk membayar dividennya rendah.

METODE

A. Definisi Operasional, Pengukuran Variabel dan Model Penelitian

1. Definisi Operasional dan Pengukuran variabel

Dependent variable : (Dividen payment)

Dividen disebutkan sebagai bagian laba/*earnings/income* yang dibagi kepada para *stock holders*. Kebijakan dividen oleh investee merupakan tingkat pengembalian investasi pada

sisi investor. *Income*, menurut konsep laba bersih untuk investor (*net income to investor*) pada penelitian ini lebih melihat dividen sesuai dengan konsep laba bersih untuk investor yang mengacu kepada teori Pratt (2000) dan PSAK No.23 (IAI, 2002) Kebijakan Dividen oleh Investee. Kebijakan ini merupakan tingkat pengembalian investasi pada sisi investor. Ukuran yang digunakan adalah Ln atas nilai pembayaran dividen.

Independent variable : Return On

Investment (ROI)

Merupakan salah satu ukuran dari rasio profitabilitas atau kemampulabaan perusahaan, ROI merupakan ukuran yang paling utama menurut pendapat J. Courties dan Du Pont (Harahap, 2005). Rasio ini merupakan hasil pengembalian atas total aktiva, dihitung dengan menggunakan ukuran laba bersih operasi terhadap total aktiva.

Independent variable : Current Ratio (CR)

Yaitu kemampuan aktiva lancar perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek dengan aktiva lancar yang dimiliki. Likuiditas jangka pendek ini penting karena masalah arus kas jangka pendek bisa saja mengakibatkan perusahaan mengalami kebangkrutan. Semakin tinggi rasio lancar maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek. Tetapi rasio lancar yang terlalu tinggi juga

menunjukkan manajemen yang buruk atas kas (*idle Cash*). Kelebihan dalam aktiva lancar seharusnya dapat digunakan untuk membayar deviden, hutang jangka panjang atau investasi yang bisa menghasilkan tingkat pengembalian yang baik bagi perusahaan. Penghitungan rasio ini adalah dengan membagi antara aktiva lancar dan hutang lancar.

Independent variable : Debt Ratio (DR)

Rasio ini merupakan salah satu ukuran dari rasio hutang yang mengindikasikan seberapa besar ketergantungan sumber dana yang berasal luar perusahaan. Semakin tinggi rasio ini maka semakin rendah pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham (*stock holders*). Sebagai ukuran atas keputusan leverage yang mengutamakan sumber dana dari luar perusahaan maka untuk menghitung tingkat *leverage* digunakan *Debt ratio* atau total kewajiban terhadap total aset.

2. Model penelitian

Analisis regresi linier digunakan untuk menganalisis hipotesis dalam penelitian ini. Adapun analisis regresi dapat dirumuskan dengan model sebagai berikut:

$$DIV = b_0 + b_1ROI + b_2CR + b_3DR + e$$

Keterangan:

DIV : *Dividend Payment* adalah Ln jumlah pembayaran deviden

ROI : *Return On Investment* adalah rasio dari laba bersih terhadap total aktiva

CR : *Current Ratio* adalah rasio dari harta lancar terhadap kewajiban lancar

DR : *Debt to asset Ratio* adalah rasio dari total hutang terhadap total aktiva

e : *error term* adalah bagian yang tidak terakomodasi dalam model

Untuk mengestimasi parameter-parameter dalam model penelitian diatas, maka akan dilakukan regresi berganda (*multiple regression*) dengan teknik *least squares*.

B. Pemilihan Sampel dan Sumber Data

Unit analisis dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sesuai dengan periode pengamatan penelitian yaitu dari tahun 2000–2004. Penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 153 pengamatan (*firm-year*), dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Untuk lebih jelasnya dilakukan langkah-langkah sebagai berikut (Tabel 3.1.):

Tabel 1. Pemilihan Sampel

Tahap Seleksi	Kriteria Seleksi	Jumlah Sampel (pengamatan)
I	Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI dengan data laporan keuangan lengkap selama periode tahun 2000-2004.	887
II	Tidak mempunyai nilai ekuitas yang negatif.	408
III	Semua variabel yang digunakan terakomodasi secara lengkap oleh perusahaan.	153

C. Pengujian Empiris

1. Pengujian Statistik

Pengujian statistik penelitian adalah dengan menggunakan *Multiple Linear Regression* (MLR) untuk ketiga hipotesis. Dari hasil regresi tersebut kemudian dilakukan pemeriksaan dan pengujian asumsi-asumsi yang diperlukan atas uji OLS (*Ordinary Least Square*), jika tidak terpenuhi maka akan digunakan perlakuan logaritma dahulu dan metode GLS (*Generalized Least Square*) jika memang diperlukan.

2. Analisis Statistik

Setelah tidak ada masalah dengan metode regresi maka dilakukan analisa data sampel penelitian, yang menggambarkan deskripsi objek penelitian berdasarkan nilai rata-rata dan standar deviasi.

3. Pengujian hipotesis penelitian

Selanjutnya adalah uji inferensial yang merupakan uji hipotesis atau uji signifikansi pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya secara bersama-sama dan terpisah (*partial*), dan ditentukan apakah hipotesis penelitian ditolak atau tidak.

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Analisis Hasil Pengujian Utama

1. Statistik Deskriptif

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	Mean	Std. Deviation	N
LNDIV	18.5386	1.78557	153
Total Assets	1.9E+09	4.46E+09	153
Total Sales	1.4E+09	4.19E+09	153
Net Income	4.3E+07	5.04E+08	153
ROI	-.0186	.32092	153
CR	16.7283	82.14458	153
DEBTR	.8207	.46950	153

DIV adalah jumlah pembayaran deviden

ROI adalah rasio dari laba bersih terhadap total aktiva

CR adalah rasio dari harta lancar terhadap kewajiban lancar

DEBTR adalah rasio dari total hutang terhadap total aktiva

Tabel 4.1. statistik deskriptif memberikan gambaran umum dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Perusahaan-perusahaan yang dipakai dalam penelitian ini dapat dikategorikan perusahaan yang cukup besar, hal ini diindikasikan dari rata-rata total aset dan total penjualan yang berkisar 19 miliar dan 14 miliar rupiah dengan rata-rata laba bersih sebesar 4,3 miliar per tahun. Secara rata-rata kemampuan pembayaran deviden pada perusahaan yang menjadi sampel perusahaan adalah 1,8 miliar rupiah, kemampulabaaan perusahaan secara rata-rata tidak terlalu baik

dengan indikasi nilai persentase negatif sebesar 0,01% yang menunjukkan bahwa laba yang didapat lebih kecil dari nilai total aset perusahaan. Kondisi pemenuhan kewajiban lancar sangat likuid dengan *curent ratio* sebesar 16% dengan tingkat leverage yang rendah yaitu sebesar 0,8%.

B. Hasil estimasi model

Hasil pengujian menunjukkan hasil estimasi atas model penelitian

$$DIV = b_0 + b_1ROI + b_2CR + b_3DR + e$$

Hasil pengujian akan disajikan dengan jelas pada tabel 6.2 dan 6.3 di bawah :

Ln DIV = b ₀ + b ₁ ROI + b ₂ CR + b ₃ DR + e			
Variabel	Prediksi	t-stat	p-value
C		60.742	0.000***
ROI	+	1.604	0.111
CR	+	-2.015	0.046**
DEBTR	-	3.678	0.000***
R ²	12,3%		
Adjusted R ²	10,5 %		
Fstat	6.948		
N	153		

*** Signifikan pada tingkat keyakinan 1 % (satu arah)

** Signifikan pada tingkat keyakinan 5 % (satu arah)

Hasil uji asumsi BLUE dari model tersebut dapat di lihat pada tabel 4. di bawah ini :

Tabel 4.		
UJI ASUMSI KLASIK		
Ln DIV = b0 + b1ROI + b2CR + b3DEBTR + e		
Variabel	Prediksi	VIF
ROI	+	1.102
CR	+	1.028
DEBTR	-	1.120
Dw	1.848	
Tolerance	Range (0 > t < 1)	

Berdasarkan tabel-tabel tersebut di atas maka kita dapat memperoleh hasil estimasi model sebagai berikut, sebelum dilakukan analisis atas hasil pengujian hipotesis, akan dilakukan uji asumsi klasik (BLUE).

Hasil uji asumsi OLS yang dilakukan memberikan hasil (Tabel 4) bahwa model telah memenuhi asumsi BLUE. Yaitu tidak cukup bukti tentang kemungkinan adanya multikolinearitas, otokorelasi, dan heteroskedastisitas dengan kisaran nilai VIF, *condition index* dan *durbin watson* seperti terlihat pada hasil uji model utama. Dengan kata lain model di atas dapat digunakan dan diinterpretasikan lebih lanjut.

C. Uji Hipotesis

Pada model ini didapati bahwa nilai R² yang terjadi diantara tingkat pengembalian investasi (Ln deviden) terhadap kemampuan, likuiditas dan leverage bernilai 12.3%, sehingga dapat diartikan bahwa variabel ROI, CR dan

DEBTR dapat menjelaskan tingkat pengembalian investasi perusahaan manufaktur di Indonesia periode 2000-2004 kepada para *stock holders* sebesar dua belas koma tiga persen saja pada model penelitian ini.

Kemudian nilai F pada tabel ANOVA Tabel 4.2 di atas menunjukkan hasil uji F signifikan pada tingkat keyakinan 5%, karena nilai F diatas 2.37. Berdasarkan hasil uji F signifikan (< 0.05). Hal ini berarti H₀ yang menyatakan $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$ ditolak.

Dengan kata lain model secara keseluruhan benar (R² benar). Hasil uji t untuk masing-masing variabel independen dan konstanta semua signifikan, tidak ada bukti *multikolinearitas* dan *serial-autocorrelation*. Dengan kata lain variabel independen dalam model penelitian ini secara bersama-sama dapat menjelaskan variabel dependen.

Untuk menguji slope dari tiap variabel dibutuhkan nilai kritis dari t, pada penelitian ini nilainya adalah 1,64. Dengan aturan bahwa akan menolak Ho jika $|t_{hitung}| > t_{tabel}$ maka slope dari β dinyatakan signifikan pada derajat tingkat keyakinan yang digunakan yaitu 5%. Masing-masing variabel independen dan konstanta yaitu CR dan DEBTR memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi perusahaan (Ln DEV) pada $\alpha=5\%$ meskipun hubungan yang terjadi antara variabelnya berlawanan dari prediksi, kecuali untuk variabel profitabilitas yang diukur dengan

ROI (lihat kolom Sig pada tabel 6.2) penjelasan lebih jelas pada bagian pembahasan.

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

Untuk hipotesa 1, maka berdasarkan nilai uji t ataupun $\alpha=5\%$ maka uji hipotesa adalah tidak menolak Ho.

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

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

Untuk hipotesa 2 dan hipotesa 3, maka berdasarkan nilai uji t ataupun $\alpha=5\%$ maka uji hipotesa adalah menolak Ho.

D. Pembahasan

Berdasarkan nilai estimasi model di atas maka variabel profitabilitas ditemukan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi berupa pemberian dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2000-2004. Salah satu alasan atas hal ini adalah bahwa hal ini merupakan satu akibat dari analisa penelitian Myers dan Majluf (1984) yang menyatakan bahwa dana dari dalam lebih murah dibandingkan dana yang berasal dari luar perusahaan.

Hal ini juga diperkuat dengan Masulis dan Trueman (1988) yang menghasilkan prediksi yang sama dengan membuat model *firm value maximization under personal and corporate taxes*. Dalam hal ini, reinvestasi atas *earnings* yang terjadi merupakan sumber dana lebih murah karena hal ini dapat menanggukhan pajak yang terjadi atas pembayaran kepada para *stock holders*. Penundaan atas pembayaran dividen mengurangi nilai tunai atas hutang pajak pribadi para pemegang saham. Keuntungan pajak ini mengakibatkan para pemegang saham akan meminta tingkat bunga yang tidak terlalu tinggi atas reinvestasi dana mereka kepada perusahaan. Kesimpulannya bahwa dana internal lebih menguntungkan perusahaan dibandingkan dana eksternal, hingga pendapatan yang didapat dari profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi.

Untuk variabel likuiditas yang diwakili oleh CR ditemukan berhubungan signifikan negatif, hal ini berlawanan dari prediksi pada hipotesa yaitu adanya hubungan positif antara CR dan tingkat pengembalian investasi. Alasan yang bisa dikemukakan adalah perusahaan-perusahaan sampel mempunyai rata-rata tingkat likuiditas yang tinggi yaitu 16% terlihat dari analisis statistik deskriptif pada bagian awal pembahasan model. Hal ini dapat diindikasikan terlalu besarnya likuiditas yang ada dapat dikategorikan terjadinya dana mengganggu setelah semua pemenuhan kewajibannya terpenuhi yang semestinya dapat dikelola guna mendapatkan nilai tambah bagi perusahaan.

Likuiditas perusahaan yang baik adalah sesuai dengan kebutuhan, tidak terlalu banyak dan juga tidak membahayakan kelangsungan perusahaan. Sehingga pengaruh signifikan yang timbul dari likuiditas menjadi negatif, yaitu semakin tinggi likuiditas maka tingkat pengembalian akan menurun karena tidak termanfaatkannya *idle money* dengan baik.

Hubungan yang signifikan tetapi arah hubungan yang terjadi berlawanan dengan prediksi juga terjadi pada variabel leverage yang diwakili DEBTR. Dimana hubungan yang timbul adalah positif, sedangkan prediksi awal negatif.

SIMPULAN

Hasil penelitian memprediksi tingkat pengembalian investasi melalui rasio profitabilitas, likuiditas dan hutang pada perusahaan manufaktur ini memberi bukti empiris bahwa secara bersama-sama variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini memberikan bukti adanya pengaruh yang signifikan terhadap pengembalian investasi berupa deviden, yang ditunjukkan dengan signifikansi uji F atas penelitian ini.

Akan tetapi untuk hipotesa-hipotesa yang ditawarkan dalam penelitian ini yang merupakan hubungan tiap variabel rasio profitabilitas, likuiditas dan hutang secara terpisah (parsial) terhadap tingkat pengembalian investasi berupa deviden tidak ditemukan hasil konklusif. Satu hipotesa terkait tentang profitabilitas

Alasan yang sama juga berlaku pada hal ini, dimana kondisi sampel perusahaan-perusahaan dalam penelitian ini menunjukkan tingkat leverage yang rendah, sehingga pola yang terjadi secara fakta di lapangan adalah jika leverage perusahaan tersebut meningkat maka pengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi juga akan bergerak naik. Dimana variabel ini ditemukan sangat berpengaruh terhadap tingkat pengembalian investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada kurun waktu 2000-2004.

ditemukan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan deviden. Dua hipotesa lainnya untuk peran likuiditas dan leverage terhadap tingkat pengembalian investasi berupa deviden ditemukan menolak hipotesa yang ditawarkan, meskipun hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh yang signifikan atas kedua variabel ini terhadap tingkat pengembalian investasi berupa deviden. Hal ini dikarenakan secara faktual pengaruh yang terjadi antara rasio likuiditas terhadap deviden adalah negatif, dimana semakin tinggi likuiditas semakin kecil deviden yang terjadi pada perusahaan sampel. Kondisi antara rasio hutang terhadap tingkat pengembalian investasi berupa deviden didapati berpengaruh secara positif, faktanya semakin

meningkatnya hutang yang diindikasikan dengan leverage perusahaan semakin meningkat pula pengembalian investasi berupa deviden.

Sehingga hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio likuiditas dan hutang dapat digunakan sebagai alat untuk memprediksi tingkat pengembalian investasi berupa deviden.

Rasio likuiditas berpengaruh secara negatif terhadap deviden dan rasio leverage berpengaruh secara positif terhadap deviden. Harus dipahami dan disadari bahwa hasil penelitian ini akan mewakili objek penelitian dahulu dan perlu kehati-hatian dalam melihat dan mengeneralisasi untuk aplikasi dalam lingkup yang lain.

DAFTAR PUSTAKA

- 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.
- Brigham, F.Eugene, dan Houston.F,Joel. 2004. *Fundamentals of Financial Management*. Thomson-South Western Learning.
- Demsetz, Harold dan Lehn, Kenneth.1985." The structure of Corporate Ownership:Causes and consequences". *Journal of Political economy*,1155-1177.
- 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*. 2006. 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 Pembelanjaan*, Yayasan Promotio Humana, Jakarta
- Keane, S. 1974. "Dividends and the Resolution of Uncertainty". *Journal of Business Finance and Accounting* (Autumn), 389 -393
- Leland, Hayne dan Pyle, David. 1977. "Information Asymetryes, financial structure & financial intermediaries" *Journal of Finance* 32, 371-377.
- 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
- Masulis, Ronald.W.1983. "The Effect of Capital Structure change on security prices" and " the impact of capital structure change on firm value : some estimates". *Journal of finance* 38; 107-126.
- Masulis, Ronald.W, dan Trueman, Brett.1988." Corporate Investment & Deviden Decisions under differential personal taxation". *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 23.
- Miller, M., dan F. Modigliani. 1961. "Dividend policy, growth and valuation of shares". *Journal of Business*. 34: 411-433.
- Miller,M, dan Rock,Kevin. 1985. "Dividend policy under asyetric information", *Journal of Finance* 40, 1031-1051.
- Myers, Stewart.1984. "The capital Structure Puzzle", *Journal of Finance* 39 ; 575-592.
- Nachrowi, Nachrowi Djajal dan Hardius Usman. Penggunaan Teknik Ekonometri: Pendekatan Populer dan Praktis Dilengkapi Teknik Analisa dan Pengolahan Data Dengan Menggunakan Paket Program SPSS, Edisi 1. PT. RajaGrafindo Persada, 2002.
- 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
- Ross, Stephen. 1977. "The determination of financial structure: the incentive signaling approach", *Bell Journal of Economics* 8; 23-40
- 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". *unplished manuscript*. Jakarta.