

ANTESEDEN DAN DAMPAK DARI KEBIJAKAN DIVIDEN BEBERAPA PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Sumarto *

ABSTRACT

In general, purpose of the companies not only achieve to maximizes profit, but more emphasized at maximization of company value. One of the financial policy that can influence maximization of the company value is dividen policy. At the manufacturing companies which go public in BEJ indicate fluctuation of dividen policy, at least during the year 1998-2003. This policy estimated affects negativity at company value. Meanwhile, change of dividen policy depend on financial condition of the companies (liquidity & profitability). This research aim to analyze liquidity and profitability influence to dividen policy, also impact of dividen policy to company value.

Secondary data applied in this research. These data analyzed by SEM approach through AMOS program. Population of this research are the manufacturing companies which listing in Jakarta Stock Exchange, where these companies still be active in market regularly trade and still paying dividen to the shareholders. From these identifications there are 26 manufacturing companies, and entirely applied as sample.

Result of research indicates that : a) there is positive influence of liquidity factor to dividend policy factor, b) profitability factor influential positivity to dividend policy factor, c) but dividend policy factor influential negativity to company value factor. Detail about result of research will be studied at explanation of hereinafter.

Keyword : Liquidity, Profitability, Dividen Policy, Company Value.

* Staf Pengajar FE Jurusan Manajemen & Pascasarjana UPN "Veteran" Jawa Timur

PENDAHULUAN

Salah satu komitmen penting para pengelola keuangan perusahaan adalah memaksimumkan nilai perusahaan atau maksimisasi kesejahteraan pemilik perusahaan. Kesejahteraan merupakan nilai sekarang perusahaan terhadap prospek masa depannya. Bila perusahaan mampu memberikan ekspektasi nilai yang besar di masa depan, maka perusahaan akan memperoleh nilai yang tinggi. Sebaliknya bila perusahaan tidak mampu memberikan ekspektasi yang mantap terhadap nilai di masa depannya, akan dinilai rendah oleh masyarakat dan

pemilik perusahaan. (Gitosudarmo-Basri 2000 : 6-7).

Dividen adalah bagian keuntungan yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham. Besarnya dividen harus sesuai dengan kebutuhan perusahaan maupun kebutuhan para pemegang saham. Pada saat perusahaan sedang memerlukan pertumbuhan, dividen yang dibagikan kemungkinan kecil, karena perusahaan lebih fokus mendapatkan dana, termasuk memperbesar laba ditahan yang diperlukan pada saat pertumbuhan. Ketika perusahaan sudah berada pada masa *maturity*, dimana pada saat itu penerimaan yang diperoleh sudah cukup

besar, sedangkan kebutuhan pemupukan dana tidak begitu besar maka dividen yang dibayarkan dapat diperbesar. Dengan membayarkan dividen secara wajar, maka perusahaan dapat menarik para investor untuk mencari dividen dan hal ini dapat membantu mempertahankan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen (Weston & Brigham 1985 : 263) adalah menentukan berapa banyak dari keuntungan harus dibayarkan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditanam kembali di dalam perusahaan. Dana yang ditanam kembali dalam perusahaan disebut dengan laba ditahan, dimana laba yang ditahan merupakan salah satu sumber dana yang terpenting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Dengan menggunakan proporsi jumlah laba ditahan yang besar dalam membiayai perusahaan, maka akan mengurangi besarnya jumlah kewajiban perusahaan terhadap kreditor, karena pendanaan suatu perusahaan bukan hanya berasal dari modal sendiri namun juga berasal dari luar yang berupa pinjaman.

Terdapat 26 perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ. Secara agregat perusahaan-perusahaan tersebut terindikasi mengalami masalah dalam kebijakan dividen. Hal ini tercermin dari nilai perusahaan ke 26 perusahaan berfluktuasi dari waktu ke waktu dan terlihat cenderung menurun sebagaimana terlihat pada Tabel 1. Fenomena ini mengindikasikan kebijakan dividen yang kurang stabil. Kecenderungan seperti ini akan berdampak negatif di mata investor maupun calon investor (Gitosudarmo & Basri, 2000). Oleh karena itu dalam

penelitian ini perlu dikaji mengapa terjadi fluktuasi kebijakan dividen dan apa dampaknya ?

Dalam pengambilan keputusan tentang kebijakan besarnya keuntungan yang akan dibagikan dan yang akan ditahan (kebijakan dividen), secara teoritis ada beberapa faktor yang mempengaruhi atau menentukan. Dari sekian faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen, secara finansial yang terpenting adalah : faktor likuiditas dan faktor profitabilitas. Artinya, setiap perusahaan memiliki kewajiban membagi keuntungan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham tanpa mengorbankan likuiditas dan profitabilitas perusahaan. Kedua faktor ini berpengaruh pada kebijakan dividen yang pada akhirnya berdampak pada perubahan nilai perusahaan (Weston & Brigham 1985).

Perubahan jumlah dividen yang dibayarkan disebabkan oleh kondisi keuangan (likuiditas & profitabilitas) perusahaan. Bila adanya ketidakstabilan dan penurunan nilai perusahaan tidak diperbaiki, maka akan menurunkan kredibilitas perusahaan di mata para investor. Dengan timbulnya kondisi seperti yang digambarkan di atas, maka mendorong peneliti untuk melakukan penelitian pada 26 perusahaan manufaktur yang go publik di BEJ.

Dengan hasil penelitian ini salah satunya diharapkan dapat memberi masukan bagi perusahaan-perusahaan manufaktur tersebut, terutama dalam pengambilan keputusan dalam kebijakan dividen. Karena kebijakan dividen mengemban dua kepentingan, yaitu

Tabel 1 : Price to Book Value 26 Perusahaan Manufaktur yang Go Publik di BEJ

No	Nama Perusahaan	1998	1999	2000	2001	2002	2003
1	Aqua Mississippi	0,54	1,30	1,49	2,79	2,24	0,96
2	Asahimas Flat Glass	0,54	1,13	0,73	1,01	0,79	0,15
3	Dankos Laboratories	2,44	7,04	8,06	2,04	1,29	0,61
4	Delta Djakarta	0,25	0,84	0,55	0,47	0,44	0,19
5	Duta Pertiwi	0,22	0,78	0,68	0,46	0,25	0,13
6	Ekadharma Industries	0,84	1,21	0,71	0,43	0,46	0,11
7	Fastfood Indonesia	0,52	6,86	5,11	3,33	2,94	2,37
8	Good Year	0,66	1,69	0,98	0,78	0,66	0,27
9	Gudang Garam	5,58	5,55	4,09	2,03	1,54	1,09
10	Igar Jaya	0,45	0,34	1,01	0,63	0,15	0,06
11	Intan Wijaya Chemical	0,26	0,52	0,56	0,37	0,33	0,21
12	Komatsu	0,54	1,75	0,73	0,57	0,52	0,23
13	Lautan Luas	5,30	1,91	0,91	0,48	0,35	0,16
14	Mustika Ratu	0,54	1,25	0,63	0,54	0,64	0,28
15	Multi Bintang	4,55	3,40	3,33	2,05	1,52	0,60
16	Pan Brothers	1,07	2,24	2,19	2,09	1,19	0,85
17	Sampoerna	2,94	5,33	18,09	8,46	3,20	2,57
18	Sepatu Bata	0,24	1,68	1,27	1,28	1,31	0,31
19	Selamat Sempurna	0,75	1,31	1,78	1,41	1,08	1,02
20	Semen Gresik	1,91	2,40	1,15	1,03	1,48	0,73
21	Tancho	1,03	2,66	1,87	1,24	0,77	0,18
22	Tembaga Mulia	0,21	0,90	0,69	0,82	0,30	0,19
23	Tenupo Scan Pacifik	0,30	3,69	1,31	1,15	1,30	0,17
24	Tirta Mahakam	-	1,65	1,05	0,79	0,62	0,29
25	Unggul Indah	0,78	2,46	3,08	3,27	0,66	0,17
26	Unilever	4,64	9,64	6,69	7,22	6,88	2,84

Sumber : Indonesian Capital Market Directory & Laporan Keuangan 1998-2003.

kepentingan meningkatkan nilai perusahaan dan stabilitas perusahaan. Artinya, sebuah kebijakan dividen harus mampu memberikan efek positif, baik terhadap nilai dan stabilitas perusahaan. Investor sebagai pemilik dana lebih menyukai perusahaan yang mengikuti kebijakan dividen yang stabil, karena akan menciptakan nilai perusahaan yang stabil (Brigham & Houston, 2001, 8 : 70). Namun di sisi lain kebijakan dividen jangan sampai berdampak negatif bagi kepentingan perusahaan karena terganggu tingkat likuiditas maupun profitabilitasnya. Untuk itulah penting diteliti tentang "ANTESEDEN DAN DAMPAK KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG GO PUBLIK DI BURSA EFEK JAKARTA"

Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang dari masalah yang dikemukakan di atas, maka pertanyaan penelitian yang diajukan adalah :

- Apakah terdapat pengaruh faktor likuiditas terhadap faktor kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang *go publik* di Bursa Efek Jakarta ?
- Apakah terdapat pengaruh faktor profitabilitas terhadap faktor kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang *go publik* di Bursa Efek Jakarta ?
- Apakah terdapat pengaruh faktor kebijakan dividen terhadap faktor nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang *go publik* di Bursa Efek Jakarta ?

Tujuan Penelitian

Sesuai dengan pertanyaan penelitian yang telah diajukan, maka tujuan penelitian ini adalah :

- a. Menganalisis pengaruh faktor likuiditas terhadap faktor kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang *go publik* di Bursa Efek Jakarta.
- b. Menganalisis pengaruh faktor profitabilitas terhadap faktor kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang *go publik* di Bursa Efek Jakarta.
- c. Menganalisis pengaruh faktor kebijakan dividen terhadap faktor nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang *go publik* di Bursa Efek Jakarta.

Kegunaan Penelitian

Kegunaan penelitian ini meliputi keperluan praktis yang dapat diterapkan sebagai kebijakan oleh para pengambil keputusan dalam kebijakan dividen dalam konteks pencapaian maksimisasi nilai perusahaan manufaktur yang *go publik* di Bursa Efek Jakarta. Selain kegunaan tersebut, penelitian ini juga dapat memberikan sumbangan untuk keperluan teoritis, dalam upaya mengembangkan dan melengkapi teori-teori kebijakan dividen, terutama dampaknya terhadap nilai perusahaan yang *go publik* di Bursa Efek Jakarta.

Kajian Pustaka, Kerangka Konseptual, & Hipotesis

Likuiditas

Likuiditas, menyangkut posisi kas perusahaan dan kemampuannya untuk memenuhi kewajiban yang telah jatuh tempo (Weston & Copeland 1992). Dengan mengkaitkan kas dan aktiva lancar lain dengan kewajiban lancar dapat memberikan ukuran likuiditas yang cepat dan mudah digunakan oleh suatu perusahaan.

Istilah aktiva lancar menunjukkan jumlah uang yang dimiliki

dan aktiva yang sudah berubah bentuk menjadi uang. Sering dikatakan bahwa setiap aktiva mempunyai tingkat likuiditas yang berbeda. Kas sendiri merupakan aktiva yang paling likuid karena sudah berbentuk uang. Untuk aktiva-aktiva lain, likuiditas mempunyai dua dimensi, yaitu 1) waktu yang diperlukan untuk berubah menjadi kas, 2) tingkat kepastian berkaitan dengan rasio perubahan, atau harga aktiva tersebut. (Husnan, 1997).

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi atau membayar kewajiban finansial yang berjangka pendek tepat pada waktunya. Likuiditas perusahaan ditunjukkan oleh besar kecilnya aktiva lancar yaitu aktiva yang mudah untuk diubah menjadi kas yang meliputi kas, surat berharga, piutang dan persediaan (Sartono, 2001).

Likuiditas suatu usaha bisnis (Keown & Scott, 2001) merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi semua kewajibannya yang sudah jatuh tempo, yaitu apakah perusahaan memiliki sumber dana yang cukup untuk membayar kewajiban yang jatuh tempo.

Terdapat dua pendekatan untuk menjawab pertanyaan mengenai likuiditas perusahaan. Pertama, kita dapat melihat aktiva-aktiva perusahaan yang relatif likuid sifatnya dan membandingkannya dengan jumlah kewajiban yang akan jatuh tempo dalam waktu dekat. Kedua, kita dapat melihat dengan cepat apakah aktiva perusahaan yang likuid dapat diubah menjadi kas.

Profitabilitas

Perusahaan pada umumnya (Gitosudarmo, 2000) adalah merupakan organisasi yang mencari untung, maka tujuan dari perusahaan biasanya dinyatakan dalam bentuk uang. Sehubungan dengan tujuan perusahaan berupa *profit maximization*, perusahaan

berupaya untuk meningkatkan profitabilitas.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2001). Permasalahan profitabilitas menyangkut efektifitas manajemen dalam menggunakan total aktiva perusahaan maupun aktiva bersih seperti yang tercatat dalam neraca. Efektifitas dinilai dengan menghubungkan laba bersih yang didefinisikan dengan berbagai cara terhadap aktiva yang digunakan untuk menghasilkan laba. Profitabilitas (Weston and Copeland, 1992) merupakan hasil akhir bersih dari berbagai kebijakan dan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen yang optimal (Brigham & Houston, 2001 : 66) adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang memaksimumkan harga sahamnya. Setiap perusahaan ingin mempertahankan dividen perusahaan pada tingkatan yang konstan. Tetapi naiknya dividen selalu terlambat dibandingkan dengan naiknya keuntungan. Artinya, dividen baru akan dinaikkan, jika sudah jelas bahwa meningkatnya keuntungan benar-benar mantap dan nampak cukup stabil. Sekali dividen naik, maka segala daya dan upaya akan dikerahkan agar tingkatan yang baru itu dapat terus dipertahankan. Apabila keuntungannya kemudian merosot, tingkat dividen yang baru untuk sementara akan tetap dipertahankan, sampai betul-betul menjadi jelas bahwa keuntungannya memang tak mungkin pulih kembali.

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang menentukan berapa banyak dari keuntungan harus

dibayarkan kepada pemegang saham dan berapa banyak harus ditanam kembali di dalam perusahaan. Laba yang ditahan merupakan salah satu sumber dana terpenting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, tetapi dividen membentuk arus uang yang semakin banyak mengalir ke tangan para pemegang saham (Weston & Brigham, 1985).

Ada dua alasan untuk mempercayai bahwa kebijakan dividen yang stabil menuju kepada harga saham yang lebih tinggi. Pertama, dapat diperkirakan bahwa para investor tentunya akan lebih menghargai saham-saham yang dividennya dapat mereka andalkan, karena dividen yang tidak berketentuan terlalu banyak mengandung resiko. Kedua, banyak pemegang saham yang hidup dari penghasilan berupa dividen. Bagi mereka sangatlah tidak menyenangkan, jika dividen yang mereka terima itu tidak teratur jumlahnya. Mereka dengan senang hati akan membayar premi untuk saham-saham yang memberikan suatu jumlah dividen yang cukup terjamin (Weston & Brigham, 1985).

Kenaikan dividen seringkali menyebabkan kenaikan harga saham, sementara pengurangan dividen umumnya menyebabkan penurunan harga saham. Ini menunjukkan bahwa investor secara keseluruhan lebih menyukai dividen daripada keuntungan modal. Pernyataan ini didukung dengan adanya teori dari *Gordon & Lintner* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimumkan oleh rasio pembayaran dividen yang tinggi karena investor menganggap bahwa dividen tunai lebih kecil risikonya dibandingkan keuntungan modal potensial, yang selanjutnya oleh *Modigliani-Miller* (MM) teori ini disebut dengan teori *bird-in-the-hand* (Brigham & Houston, 2001).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon investor seandainya perusahaan akan dijual. Suatu perusahaan yang duhulunya didirikan dengan modal yang sama, setelah berjalan beberapa waktu seandainya akan dijual, mungkin akan ditawarkan dengan harga yang berbeda. Mengapa? Investor bersedia membayar lebih mahal jika ekspektasi investor pada perusahaan mampu memberikan keuntungan yang lebih besar setiap tahunnya, dengan resiko yang sama (Husnan, 1993).

Tujuan yang akan dicapai setiap perusahaan adalah memaksimumkan nilai dari perusahaan. Tujuan ini dapat pula diartikan sebagai maksimisasi dari kesejahteraan, dan kesejahteraan (kemakmuran) merupakan nilai sekarang dari perusahaan terhadap prospek ke depan. Bila perusahaan dapat memberikan harapan nilai yang besar di masa depan, maka dia akan memperoleh nilai yang tinggi pada saat itu. Sebaliknya, bila perusahaan tidak mampu memberikan gambaran dan harapan yang mantap terhadap nilai di masa depan, tentu saja akan dinilai rendah baik oleh masyarakat, pemegang saham atau pemilik perusahaan.

Nilai perusahaan adalah nilai sekarang (*present value*) dari aliran kas yang diharapkan akan diterima di masa mendatang baik dari hutang maupun ekuitas (Husnan, 1996).

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Bagi perusahaan yang memiliki likuiditas yang semakin kuat akan semakin besar kemampuannya untuk membayarkan kewajiban finansialnya termasuk membayar dividen. Kemampuan ini merupakan faktor internal yang dapat dikendalikan oleh manajemen, sehingga pengaruhnya dapat dirasakan secara langsung bagi

kebijakan dividen. Dividen merupakan *cash outflow*, dengan demikian makin kuatnya posisi likuiditas perusahaan akan semakin besar kemampuannya untuk membayar dividen (Sudarsi, 2002).

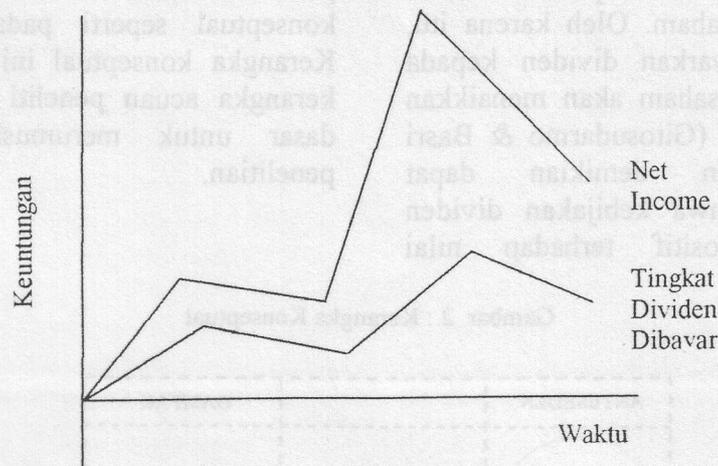
Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas ke luar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin memperbesar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Sartono, 2001; Gitosudarmo & Basri, 2000). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah bunga dan pajak. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividennya (Soliha & Taswan, 2002).

Pada kebijakan pembayaran dividen yang berfluktuasi, besarnya dividen yang dibayarkan berdasarkan pada tingkat keuntungan pada setiap akhir periode. Apabila tingkat keuntungan tinggi, maka besarnya dividen yang dibayarkan cenderung tinggi, dan sebaliknya bila tingkat keuntungan rendah, maka besarnya dividen yang dibayarkan juga cenderung rendah, atau dengan kata lain besarnya pembagian dividen akan sejalan atau proporsional dengan tingkat keuntungannya, sebagaimana terlihat pada Gambar 1 di bawah ini.

Gambar 1 : Fluktuasi Kebijakan Pembayaran Dividen & Net Income



Sumber : Gitosudarmo & Basri (2000)

Besarnya keuntungan perusahaan akan menentukan manakah yang relatif lebih efektif, membagikan keuntungan dalam bentuk dividen atau memanfaatkan sebagai laba ditahan. Perusahaan dengan keuntungan relatif stabil, umumnya mampu memanfaatkan keuntungannya di kemudian hari. Perusahaan kemungkinan besar akan membagikan keuntungan dengan prosentase yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan dalam kondisi sebaliknya. Karena dividen yang rendah lebih mudah dipertahankan apabila keuntungan cenderung menurun (Weston & Brigham, 1983).

Apabila perusahaan mempunyai keuntungan yang relatif stabil, maka *potentially* perusahaan mampu membagikan dividen yang tinggi tanpa khawatir harus menurunkan dividen hanya karena laba tiba-tiba merosot cukup besar (Husnan, 1993). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Dividen adalah laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karena itu

dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Semakin besar dividen yang dibagi akan semakin meningkatkan nilai suatu perusahaan (Soliha & Taswan, 2002).

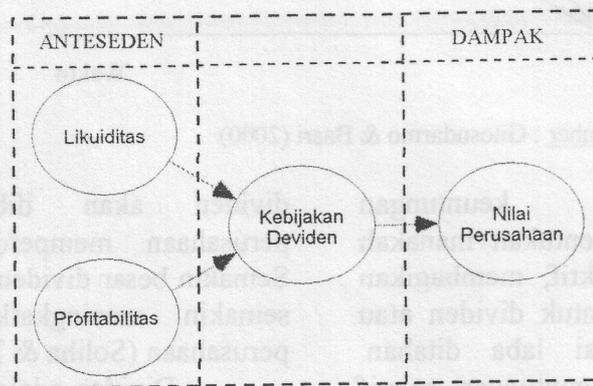
Dividen adalah pembagian laba kepada para pemegang saham oleh perusahaan. Dividen harus sesuai dengan kebutuhan perusahaan maupun kebutuhan para pemegang saham. Pada saat perusahaan sedang mengalami pertumbuhan, dividen mungkin kecil karena lebih memusatkan kegiatan menumpuk dana, akan tetapi pada saat sudah berada pada masa *maturity* (penerimaan yang diperoleh sudah cukup besar), sementara kebutuhan pemupukan dana tidak begitu besar, maka dividen yang dibayarkan dapat diperbesar. Dengan membayarkan dividen secara wajar, maka perusahaan dapat membantu menarik para investor untuk mencari dividen dan hal ini dapat membantu memelihara nilai perusahaan (Gitosudarmo & Basri 2000).

Dalam kebijakan dividen perlu diperhatikan harapan hasil dari para investor, tetapi harus juga dipertimbangkan adanya kebutuhan dana untuk membelanjai rencana-rencana

investasi untuk perkembangan perusahaan. Hasil yang diharapkan oleh para investor adalah berupa dividen dan kenaikan nilai saham. Oleh karena itu, dengan membayarkan dividen kepada para pemegang saham akan menaikkan nilai perusahaan (Gitosudarmo & Basri 2000). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan kajian pustaka sebagaimana telah diuraikan maka penelitian ini memiliki kerangka konseptual seperti pada Gambar 2. Kerangka konseptual ini juga menjadi kerangka acuan peneliti yang menjadi dasar untuk merumuskan hipotesis penelitian.

Gambar 2 : Kerangka Konseptual



Hipotesis :

- Faktor Likuiditas berpengaruh positif terhadap faktor kebijakan dividen.
- Faktor Profitabilitas berpengaruh positif terhadap faktor kebijakan dividen.
- Faktor Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

METODOLOGI PENELITIAN

Jenis penelitian ini adalah penelitian dokumentasi, yakni penelitian yang mengambil sampel dari suatu populasi dan menggunakan dokumentasi sebagai instrumen yang merupakan alat pengumpul data pokok. Karena penelitian ini dimaksudkan untuk menjelaskan hubungan kausal antar variabel melalui pengujian hipotesis, maka sifat penelitian ini adalah

penelitian penjelasan (*explanatory research*).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel, definisi operasional, beserta pengukurannya dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

Likuiditas

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial yang berjangka pendek. Fungsi-fungsi likuiditas diukur melalui tiga dimensi yaitu : *quick ratio* (Weston & Copeland, 1992), *current ratio* (Husnan, 1997), *working capital to total assets ratio* (www.investorindonesia.com).

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba atas penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Fungsi-fungsi

profitabilitas diukur melalui empat dimensi yaitu *return on equity* (Sartono, 2001), *return on assets* (Sartono, 2001), *profit margin* (Husnan, 1997), *net profit margin* (Sartono, 2001).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang menentukan berapa banyak dari keuntungan harus dibayarkan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditanam dalam perusahaan. Fungsi-fungsi kebijakan dividen diukur melalui tiga dimensi yaitu *dividen payout ratio* (Gitosudarmo, 2000), *dividen yield* (Helfert, 1993), *retained earnings* (Gitosudarmo, 2000).

Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah nilai sekarang dari aliran kas yang diharapkan diterima di masa mendatang baik dari hutang maupun ekuitas. Faktor-faktor nilai perusahaan diukur melalui tiga dimensi yaitu *price to book value* (Husnan, 1996), *earning per share* (Gitosudarmo, 2000), *price earning ratio* (Sartono, 2001).

Populasi & Sampel

a. **Populasi**, dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Jakarta, perusahaan masih aktif dalam perdagangan di pasar reguler, dan masih membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Dari identifikasi ini terdapat 26 perusahaan, dan seluruhnya digunakan sebagai sampel. Penetapan ini didasarkan bahwa selama tahun

tersebut banyak perusahaan manufaktur yang nilai sahamnya mengalami penurunan atau berfluktuasi.

b. **Sampel**. Jumlah sampel yang digunakan sebanyak jumlah populasi. Oleh karena seluruh populasi sebanyak 26 perusahaan dijadikan sampel maka tidak terdapat teknik sampel.

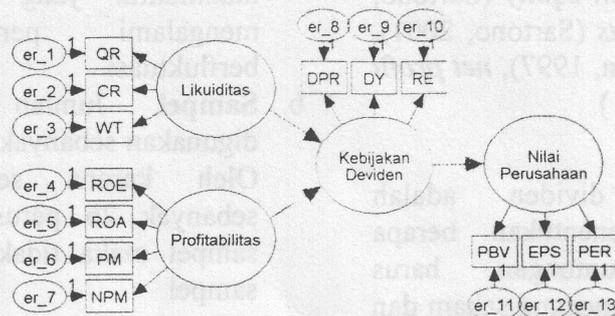
Teknik Pengumpulan Data

Data yang diambil merupakan data sekunder yang tersedia di Bursa Efek Jakarta serta di dalam *Indonesian Capital Market Directory*. Untuk keperluan penelitian ini, data yang digunakan bersumber dari laporan keuangan tahunan 26 perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta, yang terdiri dari neraca dan laporan laba rugi.

Teknik Analisis dan Uji Hipotesis

Model yang digunakan untuk menganalisis adalah SEM (*Structural Equation Modeling*). Dibutuhkan karena mampu menganalisis variabel laten atau konstruk yang disertai indikator-indikatornya. Model pengukuran faktor likuiditas, profitabilitas, kebijakan dividen dan nilai perusahaan menggunakan *Confirmatory Factor Analysis*. Penaksiran pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikatnya menggunakan koefisien jalur. Model konseptual yang terdiri dari model pengukuran dan model struktural sebagaimana terlihat pada Gambar 3 di bawah ini.

Gambar 3 : Model Pengukuran dan Model Struktural



Keterangan :

QR : Quick Ratio
 CR : Current Ratio
 PER : Price Earning Ratio
 ROE : Return on Equity
 ROA : Return on Assets
 PM : Profit Margin
 NPM : Net Profit Margin

DPR : Dividen Payout Ratio
 DY : Dividen Yield
 RE : Retained Earnings
 PBV : Price to Book Value
 EPS : Earning Per Share
 WT : Working Capital to Total Assets Ratio

Pengaruh langsung [koefisien jalur kausal] diamati dari bobot regresi terstandar, dengan pengujian signifikansi pembandingan nilai p [probability] hitung yang sama dengan nilai t hitung. Apabila p hitung $\leq p$ standar berarti signifikan. Variabel-variabel laten penelitian meliputi faktor likuiditas, profitabilitas, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan. Variabel-variabel laten ini diukur melalui masing-masing indikatornya sebagaimana terlibat pada Gambar 3. Proses analisis dengan model SEM akan mengikuti prosedur seperti yang dikemukakan oleh Hair et. al. (2006).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Evaluasi Outliers

Evaluasi univariat outliers dilakukan dengan mengamati nilai Zscore. semua kasus yang memiliki nilai Zscore $\pm 3,0$ berarti outliers. Evaluasi *Multivariate Outliers* dilakukan dengan menggunakan kriteria jarak Mahalanobis pada tingkat $p < 0,001$. Jarak Mahalanobis dievaluasi

menggunakan χ^2 pada derajat bebas sebesar jumlah variabel yang digunakan dalam penelitian. Bila kasus yang mempunyai jarak Mahalanobis \geq nilai χ^2 pada tingkat signifikansi 0,001 maka terjadi *multivariate outliers*. Hasil evaluasi menunjukkan terdapat 14 case outlier yang harus dieliminasi, sehingga N untuk analisis selanjutnya tinggal 142 (156-14).

Evaluasi Construct Reliability & Variance Extracted

Pengujian *construct reliability* dan *variance extracted* masih termasuk uji konsistensi internal yang akan memberikan peneliti kepercayaan diri yang lebih besar bahwa indikator-indikator individual mengukur suatu pengukuran yang sama. Hasil selengkapannya dapat dilihat pada Tabel 2. Hasil evaluasi reliabilitas instrument dengan *construct reliability* dan *variance extracted* menunjukkan cukup reliabel, yang ditunjukkan dengan nilai *construct reliability* rata-rata $\geq 0,7$ dan *Variance Extracted* $\geq 0,5$

Tabel 2 : Construct Reliability & Variance Extracted

Konstruk	Indikator	Standardize Factor Loading	SFL Kuadrat	Error [ej]	Construct Reliability	Variance Extracted
Likuiditas	X11	0,889	0,790	0,210	0,937	0,832
	X12	0,996	0,991	0,009		
	X13	0,846	0,715	0,285		
Profitabilitas	X21	0,919	0,845	0,155	0,864	0,629
	X22	0,997	0,994	0,006		
	X23	0,490	0,240	0,760		
	X24	0,661	0,437	0,563		
Kebijakan Dividen	Y11	0,643	0,414	0,586	0,582	0,478
	Y12	0,997	0,993	0,007		
	Y13	-0,162	0,026	0,974		
Nilai Perusahaan	Y21	0,996	0,992	0,008	0,559	0,396
	Y22	0,083	0,007	0,993		
	Y23	0,435	0,190	0,810		
Batas Dapat Diterima					≥ 0,7	≥ 0,5

Evaluasi Normality

Evaluasi normalitas dengan mengamati nilai kurtosis dari data yang disajikan dalam statistik deskriptif. Bila nilai Z lebih besar dari nilai kritis maka

dapat diduga bahwa distribusi data adalah tidak normal. Nilai kritis dapat ditentukan berdasarkan tingkat signifikansi 0,01 [1%] yaitu setara ± 2,58.

Tabel 3 : Evaluasi Normalitas

Variable	min	max	kurtosis	c.r.
X11	-1,031	2,805	1,849	4,498
X12	-1,024	2,241	0,638	1,552
X13	-2,288	1,685	-0,716	-1,742
X21	-2,365	2,254	0,788	1,916
X22	-2,622	2,761	0,898	2,185
X23	-2,370	4,323	1,339	3,257
X24	-1,883	3,971	1,116	2,714
Y11	-0,961	2,543	2,040	4,962
Y12	-0,882	4,041	5,226	12,711
Y13	-0,405	4,511	15,358	37,358
Y21	-0,771	2,955	3,374	8,206
Y22	-0,831	3,304	3,963	9,640
Y23	-3,583	3,547	6,027	14,660
Multivariate			55,936	16,876

Hasil evaluasi menunjukkan bahwa nilai c.r ada yang di atas dan di bawah ± 2,58. Dilihat dari multivariate menunjukkan asumsi normalitas tidak terpenuhi. Fenomena ini tidak menjadi masalah serius seperti dikatakan oleh Bentler & Chou [1987] bahwa, jika tehnik estimasi dalam model SEM menggunakan maximum likelihood estimation [MLE] walau distribusi datanya tidak normal, masih dapat

menghasilkan *good estimate*, sehingga data layak untuk digunakan dalam estimasi selanjutnya.

Evaluasi Multicollinearity & Singularity

Untuk mengetahui apakah terdapat *multicollinearity* atau *singularity* dapat diamati dari angka kovarian matrik *determinant*. Jika angka ini mendekati nol mengindikasikan adanya *multicollinearity* atau *singularity* sehingga data tidak dapat digunakan untuk analisis

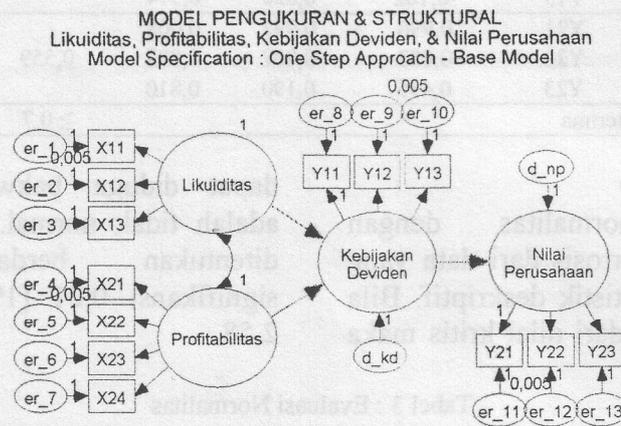
yang sedang dilakukan. Hasil angka kovarian matrik determinan sebesar $5.830.866.281 > 0$. Dapat disimpulkan bahwa tidak ada *multicolinierity* atau *singularity* dalam data.

Analisis Structural Equation Modeling

Dalam model SEM parameternya diestimasi secara bersama-sama. Cara

ini agak mengalami kesulitan dalam memenuhi tuntutan fit model. Karena terjadi interaksi antara *measurement model* dan *structural model*. Hasil analisis model *one step approach* terdapat pada Gambar 4 dan Tabel 4.

Gambar 4 : Model Pengukuran dan Struktural dengan Spesifikasi Model One Step Approach to SEM



Terlihat dari Tabel *Goodness of Fit Indices* pada Tabel 4 bahwa *base model* menghasilkan solusi yang unik. Artinya, model tersebut mampu menghasilkan matrik informasi yang seharusnya dihasilkan [informasi fit index tidak kosong]. Tetapi dari evaluasi model

seluruh kriteria belum menunjukkan hasil baik. Hal ini mengindikasikan bahwa model *one step approach* masih dihadapkan pada problem interdependensi antara model pengukuran dan model struktural.

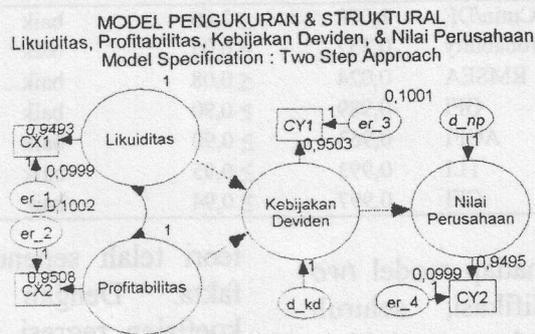
Tabel 4 : Evaluasi Kriteria Goodness of Fit Indices Model One Step Approach to SEM

Kriteria	Hasil	Nilai Kritis	Evaluasi Model
Cmin/DF	6,355	≤ 2,00	kurang baik
Probability	0,000	≥ 0,05	kurang baik
RMSEA	0,195	≤ 0,08	kurang baik
GFI	0,709	≥ 0,90	kurang baik
AGFI	0,592	≥ 0,90	kurang baik
TLI	0,663	≥ 0,95	kurang baik
CFI	0,719	≥ 0,94	kurang baik

Two step approach dapat mengatasi masalah tersebut seperti dikemukakan oleh Hair, et.al.[2006], bahwa *two step approach* dapat saling mengisolasi interdependensi antara model pengukuran dan model struktural sehingga interaksi antara keduanya dapat

dinetralsisir. Hasil pengujian dengan model *Two-Step Approach to SEM* dengan program AMOS 4.01 dapat dilihat pada Gambar dan Tabel goodness of fit di bawah ini :

Gambar 5 : Model Pengukuran dan Struktural dengan Spesifikasi Model Two Step Approach to SEM



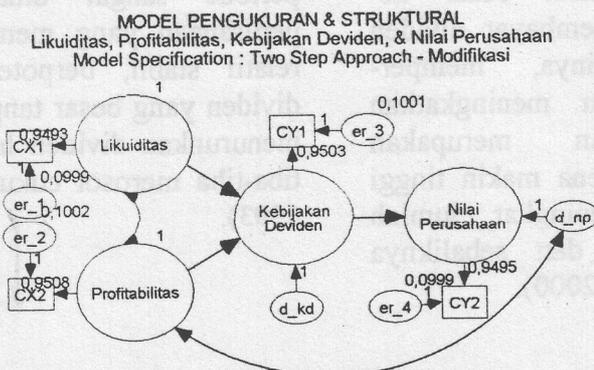
Tabel 5 : Evaluasi Kriteria Goodness of Fit Indices Model Two Step Approach to SEM

Kriteria	Hasil	Nilai Kritis	Evaluasi Model
Cmin/DF	11,107	≤ 2,00	kurang baik
Probability	0,000	≥ 0,05	kurang baik
RMSEA	0,268	≤ 0,08	kurang baik
GFI	0,881	≥ 0,90	kurang baik
AGFI	0,703	≥ 0,90	kurang baik
TLI	0,082	≥ 0,95	kurang baik
CFI	0,388	≥ 0,94	kurang baik

Dari hasil evaluasi terhadap model *two step approach*, seluruh kriteria goodness of fit belum menunjukkan hasil evaluasi model yang baik, berarti model belum sesuai dengan data. Artinya, model konseptual yang dikembangkan dan dilandasi oleh teori belum sepenuhnya didukung oleh fakta. Dengan demikian model ini perlu dimodifikasi sebagaimana terdapat pada Gambar 6 dan Tabel 6.

Dasar logika modifikasi dari Gambar 6 bahwa para investor menanamkan saham pada perusahaan adalah untuk mendapatkan return.

Gambar 6 : Model Pengukuran dan Struktural dengan Specification Model One Step Approach to SEM – Modifikasi



Return saham terdiri dari *yield* dan *capital gain*. Semakin tinggi perusahaan memperoleh laba, maka semakin besar return yang diharapkan oleh investor. Oleh Karena itu perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi sahamnya akan diminati oleh para investor. Dengan demikian profitabilitas berhubungan dengan nilai perusahaan (Soliha & Taswan, 2002).

Tabel 6 : Evaluasi Kriteria Goodness of Fit Indices Model Two Step Approach to SEM - Modifikasi

Kriteria	Hasil	Nilai Kritis	Evaluasi Model
Cmin/DF	1,078	$\leq 2,00$	baik
Probability	0,357	$\geq 0,05$	baik
RMSEA	0,024	$\leq 0,08$	baik
GFI	0,989	$\geq 0,90$	baik
AGFI	0,963	$\geq 0,90$	baik
TLI	0,993	$\geq 0,95$	baik
CFI	0,997	$\geq 0,94$	baik

Dari hasil evaluasi terhadap model *two step approach* modifikasi, seluruh kriteria evaluasi model menunjukkan hasil baik, berarti model telah sesuai dengan data. Artinya, model konseptual yang dikembangkan dan dilandasi oleh

teori telah sepenuhnya didukung oleh fakta. Dengan demikian besaran koefisien regresi masing-masing faktor dapat dipercaya sebagai hasil uji kausalitas seperti di bawah ini.

Tabel 7 : Uji Hipotesis Kausalitas

Faktor	⇒	Faktor	Ustd Estimate	Std Estimate	Prob.
Likuiditas	⇒	Kebijakan Dividen	0,250	0,250	0,006
Profitabilitas	⇒	Kebijakan Dividen	0,226	0,226	0,013
Kebijakan Dividen	⇒	Nilai Perusahaan	-0,413	-0,418	0,000
Batas Signifikansi					$\leq 0,10$

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Uji kausalitas faktor likuiditas terhadap kebijakan dividen menghasilkan nilai yang signifikan atau dapat diterima. Hasil ini sesuai dengan hipotesis sebelumnya bahwa faktor likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Konsisten dengan penelitian Sudarsi (2002), bahwa likuiditas merupakan faktor internal yang terkendalikan oleh manajemen, sehingga pengaruhnya dapat dirasakan secara langsung bagi kebijakan dividen. Dividen merupakan cash outflow, dengan demikian makin kuatnya posisi likuiditas akan semakin besar kemampuannya untuk membayar dividen (Sartono 2001). Implikasinya, memperkuat posisi kas atau meningkatkan likuiditas perusahaan merupakan tindakan strategis. karena makin tinggi likuiditas makin meningkat jumlah pembayaran dividen, dan sebaliknya (Gitosudarmo & Basri, 2000).

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Uji kausalitas faktor profitabilitas terhadap kebijakan dividen menghasilkan nilai yang signifikan atau dapat diterima. Hasil ini sesuai dengan hipotesis bahwa faktor profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan. Konsisten dengan penelitian Soliha & Taswan (2002), bahwa keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah bunga dan pajak. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, makin besar kemampuan membayar dividen. Implikasinya, keuntungan yang stabil di setiap akhir periode sangat diharapkan. Karena perusahaan yang memiliki keuntungan relatif stabil, berpotensi membagikan dividen yang besar tanpa khawatir harus menurunkan dividen hanya karena laba tiba-tiba merosot cukup besar (Husnan, 1993).

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Uji kausalitas faktor kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan menghasilkan nilai yang signifikan negatif. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis sebelumnya bahwa faktor kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Juga tidak konsisten dengan penelitian Soliha & Taswan, (2002) bahwa semakin besar dividen yang dibagi akan semakin tinggi nilai perusahaan. Fakta menunjukkan bahwa kebijakan dividen yang telah dilakukan oleh ke 26 perusahaan antara tahun 1998-2003 tidak direspon secara positif oleh pemegang saham. Hal ini menandakan bahwa manajemen perusahaan tidak mampu meyakinkan para pemegang saham tentang kebijakan dividennya yang fluktuatif, sehingga para pemegang saham bersikap skeptis. Skeptisme ini menandakan adanya ekspektasi para pemegang saham yang tidak terpenuhi melalui kebijakan dividen. Selain kebijakan dividen yang fluktuatif, kemungkinan terdapat faktor lain yang mempengaruhi nilai perusahaan tetapi tidak terdefinisi dalam model, misalnya terdapat variabel lain selain kebijakan dividen yang mempengaruhi nilai perusahaan, diantara kebijakan dividen dan nilai perusahaan terdapat variabel antara sehingga kebijakan dividen tidak berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan, atau hubungan keduanya dimoderasi oleh variabel tertentu yang berfungsi memperkuat sehingga mampu menetralkan pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Kesimpulan

Bersumber dari hasil penelitian sebagaimana telah dibahas, maka dapat disimpulkan sebagai berikut :

- a. Faktor Likuiditas berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian ini mendukung teori

(Sartono, 2001) bahwa, likuiditas perusahaan menjadi salah satu pertimbangan utama dalam kebijakan dividen.

- b. Faktor Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian ini mendukung teori (Gitosudarmo-Basri, 2000) bahwa besarnya dividen yang dibayarkan berdasarkan pada tingkat keuntungan pada setiap akhir periode. Apabila tingkat keuntungan tinggi, maka besarnya dividen yang dibayarkan relatif tinggi, dan sebaliknya.
- c. Faktor Kebijakan Dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan. Hasil penelitian tidak mendukung teori (Gitosudarmo & Basri, 2000) bahwa dengan membayarkan dividen kepada para pemegang saham akan menaikkan nilai perusahaan.

Keterbatasan

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini. Pertama, sumber data sekunder berupa neraca dan laporan tertulis laba-rugi finansial ke 26 perusahaan sampel. Data lain yang tidak terdapat dalam laporan tertulis dimaksud tidak terakomodasi untuk melengkapi penjelasan hasil penelitian ini lebih detail.

Kedua, secara manajerial kebijakan dividen tidak hanya dipengaruhi oleh variabel-variabel finansial. Sangat mungkin kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh variabel lain selain variabel terdefinisi, dan variabel non finansial. Misalnya lingkungan bisnis, karakteristik SDM sebagai pengambil keputusan, budaya organisasi, dan lainnya, yang tidak terdefinisi dalam model penelitian ini.

Penjelasan yang kurang memadai atau kurang lengkap terhadap hasil analisis pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Temuan tersebut tidak mendukung teori

yang sudah ada sehingga diperlukan penjelasan yang lebih proporsional dalam penelitian berikutnya. Misalnya, terdapat kemungkinan pengaruh variabel lain selain kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, terdapat variabel antara atau kebijakan dividen tidak berpengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan, terdapat variabel moderator yang memoderasi hubungan keduanya sehingga dapat menetralkan pengaruh negatif dimaksud.

Berdasarkan keterbatasan tersebut peneliti berikutnya diharapkan mampu mengembangkan model konseptual dengan adanya kemungkinan variabel lain (finansial maupun non finansial) yang mempengaruhi nilai perusahaan, terutama yang dapat menjelaskan secara proporsional mengapa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan ke 26 perusahaan sampel.

DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, J.C. and Gerbing, D.W., [1988]. Structural Equation Modeling in Practice : A Review and Recommended Two-Step Approach, *Psychological Bulletin*. 103 : 411-23.
- Bentler, P.M. and Chou, C.P., [1987]. Practical Issue in Structural Modeling, *Sociological Methods and Research*. 16 [1] : 78-117
- Brigham, Eugene F. & Houston Joel F., [2001]. *Manajemen Keuangan*, edisi ke delapan, buku II, Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Ferdinand, Augusty, [2006]. *Structural Equation Modeling Dalam Penelitian Manajemen*, BP UNDIP. Semarang.
- Gitosudarmo, Indriyo dan Basri, [2000]. *Manajemen Keuangan*, edisi ke empat, BPFE, Yogyakarta
- Hair, J.F. et. al. [2006], *Multivariate Data Analysis*, Seventh Edition, Prentice-Hall International, Inc. New Jersey.
- Hartline, Michael D. and Ferrell, O.C., [1996]. The Management of Customer-Contact Service Employees An Empirical Investigation, *Journal of Marketing*. 60 [10] : 52-70.
- Helfert, Erich A., [1993]. *Analisis Laporan Keuangan*, edisi ke tujuh, Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Husnan, Suad, 1997, *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek)*, edisi ke empat, buku 2, BPFE. Yogyakarta
- Keown, Arthur J & Scott Jr, David F., [2001]. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, edisi ke tujuh, Salemba Empat. Jakarta.
- Purwanto, B.M., [2003]. Does Gender Moderate the Effect of Role Stress on Salesperson's Internal States and Performance ? An Application of Multigroup Structural Equation Modeling [MSEM], *Jurnal Manajemen, Akuntansi dan Ekonomi Pembangunan, Buletin Ekonomi FE UPN "Veteran" Yogyakarta*. 6 [8] : 1-20
- Sartono, Agus, [2001]. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, edisi ke empat, BPFE. Yogyakarta.
- Soliha, Euis dan Taswan, [2002]. Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi, STIE STIKUBANK Semarang*. 9 (2) : 120-148.
- Sudarsi, Sri, [2002]. Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Dividen Pay Out Ratio pada Industri Perbankan yang Listed di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi, STIE STIKUBANK Semarang*. 9 (1) : 75-88
- Tabachnick, B.G., [1996]. *Using Multivariate Statistics*, Third Edition, HarperCollins College Publisher.
- Weston, J Fred & Brigham Eugene F. [1984]. *Manajemen Keuangan (Managerial Finance)*, edisi ke tujuh, jilid 1, Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Weston, J Fred & Brigham Eugene F., [1985]. *Manajemen Keuangan (Managerial Finance)*, edisi ke tujuh, Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Weston, J Fred & Copeland, Thomas E., [1992]. *Manajemen Keuangan*, edisi ke delapan, jilid 1, Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Weston, J Fred & Copeland, Thomas E, 1995, *Manajemen Keuangan*, edisi ke sembilan, jilid 1, Binarupa Aksara
- www.investorindonesia.com/whitepapers/formulas/ratio.html