

**PENGARUH ARUS KAS OPERASI DAN SET KESEMPATAN INVESTASI
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MAKANAN
DAN MINUMAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)**

SKRIPSI

*Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Guna Memperoleh Gelar
Sarjana Ekonomi Pada Program Studi Manajemen Universitas Negeri Padang*



OLEH :

ORI OCTARINI
02570/2008

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2011**

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

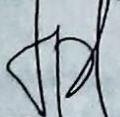
**PENGARUH ARUS KAS OPERASI DAN SET KESEMPATAN INVESTASI
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MAKANAN DAN
MINUMAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)**

Nama : Ori Octarini
NIM/BP : 02570/2008
Keahlian : Keuangan
Program Studi : Manajemen
Fakultas : Ekonomi

Padang, Januari 2012

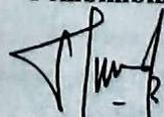
Disetujui Oleh

Pembimbing I,



Erni Masdupi, PhD
NIP. 19740424 199802 2 001

Pembimbing II,



Firman, S.E., M.Sc.
NIP. 19800206 200312 1 004

Mengetahui,
Ketua Program Studi Manajemen



Erni Masdupi, Ph.D
NIP. 19740424 199802 2 001

ABSTRAK

Ori Octarini, 2008/02570. Pengaruh Arus Kas Operasi dan Set Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh arus kas operasi dan set kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI.

Penelitian ini tergolong penelitian kausatif dengan populasinya adalah seluruh perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI. Berdasarkan *purposive sampling*, maka sampel yang diperoleh berjumlah 30 selama periode 2006-2010. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda.

Hasil penelitian ini menunjukkan arus kas operasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI. Penelitian ini juga membuktikan set kesempatan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI.

KATA PENGANTAR



Puji dan syukur penulis ucapkan kehadiran Allah SWT atas karunia dan rahmat yang telah dilimpahkan-Nya, khususnya dalam penyusunan skripsi ini dengan judul : “Pengaruh Arus Kas Operasi dan Set Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI)”. Penulisan skripsi ini dimaksudkan untuk melengkapi persyaratan guna menyelesaikan pendidikan program S-1 dan memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Dalam penyusunan skripsi ini, penulis telah banyak mendapat bantuan dan dorongan baik moril maupun materil dari berbagai pihak, sehingga dengan itu pada kesempatan ini penulis dengan segala kerendahan hati mengucapkan terima kasih yang sebesar – besarnya kepada:

1. Ibu Erni Masdupi, P. Hd selaku pembimbing I dan Bapak Firman, S.E., M.Sc selaku pembimbing II yang penuh perhatian dan kesabaran membimbing penulis untuk menyelesaikan skripsi ini.
2. Bapak Hendri Andi Mesta, S.E, M.M dan Ibu Dina Patrisia, S.E, M.Si selaku penguji, terima kasih atas kritik dan saran yang telah Bapak dan Ibu berikan dalam penulisan skripsi ini.
3. Bapak Prof. Dr. Yunia Wardi, Drs, M.Si selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

4. Ibu Erni Masdupi, Ph. D selaku Ketua program studi Manajemen dan Ibu Rahmiati, S.E, M.Sc selaku sekretaris program studi Manajemen.
5. Bapak Ramel Yanuarta RE, S.E,M.SM selaku Pembimbing Akademik.
6. Staf Administrasi program studi Manajemen, Bapak Hendra Mianto, A. Md.
7. Seluruh Pegawai Perpustakaan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
8. Seluruh Pegawai Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
9. Teristimewa kepada kedua orang tua dan keluarga besar penulis yang telah memberikan motivasi, semangat dan doa kepada penulis dalam menyelesaikan skripsi ini.
10. Seluruh rekan-rekan seperjuangan, mahasiswa program studi Manajemen BP 2008 Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang dan kepada semua pihak yang telah ikut memberikan dorongan dalam penyelesaian skripsi ini

Semoga bantuan, bimbingan dan petunjuk yang bapak / ibu dan rekan–rekan berikan menjadi amal ibadah dan mendapatkan balasan yang berlipat ganda dari Allah SWT.

Penulis menyadari bahwa masih terdapat kekurangan dan ketidaksempurnaan dalam skripsi ini, sehingga kritik dan saran sangat diharapkan untuk perbaikan tulisan ini. Semoga karya ini dapat bermanfaat bagi kita semua.

Padang, Januari 2012

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAK	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vii
DAFTAR GAMBAR	viii
DAFTAR LAMPIRAN	ix
BAB I PENDAHULUAN	
A. Latar belakang masalah	1
B. Identifikasi masalah	7
C. Batasan penelitian	8
D. Perumusan masalah	8
E. Tujuan penulisan	9
F. Manfaat penelitian	9
BAB II KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, HIPOTESIS	
A. Kajian teori	
1. Dividen	10
1. Konsep dividen	10
2. Kebijakan dividen	12
3. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen	17
2. Arus kas operasi (<i>operation cash flow</i>)	20
1. Laporan arus kas	20
2. Konsep arus kas operasi (<i>operation cash flow</i>)	22
3. Hubungan arus kas operasi dengan kebijakan dividen	24
3. Set kesempatan investasi (<i>investment opportunity set</i>)	25
1. Konsep <i>investment opportunity set</i> (ios)	25
2. Hubungan <i>investment opportunity set</i> dengan kebijakan dividen	32
B. Penelitian terdahulu	34
C. Kerangka konseptual	36
D. Hipotesis	37

BAB III METODE PENELITIAN

A. Jenis penelitian.	38
B. Populasi dan sampel	38
C. Jenis dan sumber data	40
D. Teknik pengumpulan data.	41
E. Definisi operasional dan pengukuran variabel	42
1. Variabel terikat	42
2. Variabel bebas	42
F. Teknik analisis data.	43
1. Uji normalitas	43
2. Uji asumsi klasik	44
a. Uji multikolonieritas	44
b. Uji heterokedastisitas	44
c. Uji autokorelasi	45
3. Uji statistik	46
a. Analisis regresi berganda	46
b. Uji koefisien determinasi (r^2)	46
c. Uji f statistik	47
d. Uji hipotesis (uji t)	47

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran umum perusahaan	49
B. Deskripsi variabel penelitian	53
a. Kebijakan dividen	54
b. Arus kas operasi (<i>operation cash flow / ocf</i>)	55
c. Set kesempatan investasi (<i>investment opportunity set / ios</i>)	56
C. Analisis data	57
a. Uji normalitas	57
b. Uji asumsi klasik	58
a) Uji multikolonieritas	58
b) Uji heterokedastisitas	59
c) Uji autokorelasi	60
c. Uji statistik	61
a) Model regresi berganda	61
b) Uji koefisien determinasi (r^2)	62
c) Uji f statistik	63
d) Uji hipotesis (uji t)	64
D. Pembahasan	65

BAB V SIMPULAN DAN SARAN	
A. Simpulan	70
B. Saran	68
DAFTAR KEPUSTAKAAN	72
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

	Halaman	
Tabel 1	Pertumbuhan industri makanan dan minuman di Indonesia	6
Tabel 2	Total kas operasi dan total dividen yang dibayarkan pada beberapa perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI	7
Tabel 3	Penelitian terdahulu	36
Tabel 4	Populasi penelitian	39
Tabel 5	Sampel Penelitian	40
Tabel 6	Sembilan Sektor Industri di BEI	50
Tabel 7	Deskripsi Statistik Variabel Penelitian	54
Tabel 8	Hasil Uji Normalitas	58
Tabel 9	Hasil Uji Multikolinieritas	59
Tabel 10	Hasil Uji Heteroskedastisitas	60
Tabel 11	Hasil Uji Autokorelasi	61
Tabel 12	Hasil Uji Regresi Berganda	61
Tabel 13	Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	62
Tabel 14	Hasil Uji F	63
Tabel 15	Hasil Uji t (Uji Hipotesis)	64

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1 Kerangka Konseptual	38

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman	
Lampiran 1	Data Nilai <i>Devidend Payout ratio</i> (DPR) Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI	75
Lampiran 2	Data Nilai <i>Operation Cash Flow</i> (OCF) Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI	76
Lampiran 3	Data Nilai <i>Market to Book Value of Equity</i> (MVEBVE) Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI	77
Lampiran 4	Hasil Pengolahan Data Statistik dengan Program SPSS	78

BAB I

PENDAHULUAN

Bab ini menjelaskan tentang latar belakang masalah, dilanjutkan dengan identifikasi masalah, batasan masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, dan diakhiri dengan manfaat penelitian.

A. Latar Belakang Masalah

Investasi adalah menunda keinginan saat ini untuk kepentingan di masa depan atau bisa dikatakan bahwa investasi adalah kegiatan yang bertujuan untuk kehidupan berikutnya dan tidak untuk saat ini. Menurut Hartono (2003) investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu. Ada banyak jenis-jenis instrumen investasi yang ada di pasar modal, seperti obligasi, reksadana, saham, dan instrumen investasi lainnya. Untuk memilih investasi yang paling cocok, investor harus mengenal karakter masing-masing instrumen itu.

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas asset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Menerbitkan saham merupakan salah satu pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk pendanaan perusahaan. Pada sisi yang lain, saham merupakan

instrumen investasi yang banyak dipilih para investor karena saham mampu memberikan tingkat keuntungan yang menarik.

Pada dasarnya, ada dua keuntungan yang diperoleh investor dengan membeli atau memiliki saham yaitu dividen dan *capital gain*. Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan. Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai, artinya kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham atau dapat pula berupa dividen saham yang berarti kepada setiap pemegang saham diberikan dividen sejumlah saham sehingga jumlah saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut. Sedangkan *capital gain* merupakan selisih antara harga jual dan harga beli. *Capital gain* terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder.

Menurut Ross (2009) dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan dapat terbagi dalam beberapa jenis, yaitu pertama dividen tunai (*cash dividend*), yaitu dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai dan dikenai pajak pada tahun pengeluarannya. Kedua, dividen saham (*stock dividend*), yaitu dividen yang dibagikan perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk saham perusahaan sehingga jumlah saham perusahaan menjadi bertambah. Ketiga, dividen likuidasi (*liquidating dividend*), yaitu dividen yang diberikan kepada pemegang saham sebagai akibat dilikuidasikannya perusahaan. Dividen diperoleh dari selisih antara nilai realisasi aset perusahaan dikurangi dengan semua kewajibannya. Dividen yang paling

umum dan banyak digunakan dalam pembagian saham adalah dividen tunai (*cash dividend*).

Keputusan pembagian dividen merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi dividennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Berhubungan dengan hal tersebut, maka masalah yang akan timbul adalah bagaimana suatu kebijakan dividen akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Dalam keputusan dividen perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian laba tidak seluruhnya dibagikan ke dalam bentuk dividen namun perlu disisihkan untuk diinvestasikan kembali, sehingga perlunya bagi pihak manajemen untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang akan mempengaruhi kebijakan dividen. Menurut Sundjaja (2002) “kebijakan dividen perusahaan (*dividend policy*) adalah rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen”. Kebijakan dividen harus diformulasikan dengan memperhatikan tujuan untuk memaksimalkan kekayaan dari pemilik perusahaan dan untuk pembiayaan yang cukup.

Menurut Suharli (2007), kebijakan dividen sebuah perusahaan memiliki dampak penting bagi banyak pihak yang terlibat di masyarakat. Bagi para pemegang saham atau investor, dividen kas merupakan tingkat pengembalian investasi mereka berupa kepemilikan saham yang diterbitkan perusahaan lain. Bagi pihak manajemen, dividen kas merupakan arus kas keluar yang mengurangi kas perusahaan. Oleh karena itu,

kesempatan untuk melakukan investasi dengan kas yang dibagikan sebagai dividen tersebut menjadi berkurang. Bagi kreditor, dividen kas dapat menjadi *signal* mengenai kecukupan kas perusahaan untuk membayar bunga atau bahkan melunasi pokok pinjaman. Kebijakan dividen kas yang cenderung membayarkan dividen dalam jumlah yang relatif besar akan mampu memotivasi investor untuk membeli saham perusahaan. Perusahaan yang memiliki kemampuan membayar dividen diasumsikan masyarakat sebagai perusahaan yang menguntungkan.

Pihak manajemen akan membatasi arus kas keluar berupa dividen kas yang berjumlah terlalu besar dengan alasan mempertahankan kelangsungan hidup, menambah investasi untuk pertumbuhan atau melunasi hutang. Pertimbangan tersebut dengan alasan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Namun pihak manajemen tetap mempertahankan kebijakan pembayaran dividen, sekurang-kurangnya pembagian dividen saham (*stock dividend*) untuk menjaga kestabilan harga saham (Suharli, 2007). Menurut Manurung dan Siregar (2008), jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk membayar dividen tanpa mengandalkan sumber pendanaan lain dari luar. Karena pemegang saham akan menginterpretasikan peningkatan pembayaran dividen oleh perusahaan, sebagai *signal* bahwa manajemen memiliki prediksi arus kas yang tinggi di masa yang akan datang.

Banyak yang mempengaruhi kebijakan dividen diantaranya *economic value added*, *residual income*, *earnings*, *profitability*, dan lain-lain. Tapi belum ada yang

menggabungkan arus kas operasi dan set kesempatan investasi secara bersama-sama dalam mempengaruhi kebijakan dividen. Selain itu, arus kas operasi sering memperoleh hasil uji yang tidak mempengaruhi kebijakan dividen padahal arus kas operasi salah satu fungsinya adalah untuk melakukan pembayaran dividen.

Sesuai dengan pernyataan Adam dan Goyal (2006) bahwa set kesempatan investasi mempunyai peranan yang penting dalam kebijakan keuangan perusahaan. Menurut Jensen (1986) dalam Zahro (2009), hubungan kebijakan investasi dan kebijakan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, semakin kecil dividen yang dibagikan, karena perusahaan bertumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang memiliki *free cash flow* rendah.

Setiap entitas bisnis dalam menjalankan usahanya selalu memiliki harapan untuk tetap *going concern*. Pertumbuhan yang selalu meningkat serta bertambahnya nilai aset perusahaan diharapkan tercapai sesuai dengan ekspektasi atau peramalan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan menurut Smith dan Watts (1992) dalam Norpratiwi (2004) dapat diproksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi. Esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan (Chung dan Charoenwong (1991) dalam Norpratiwi (2004)). Menurut Hasnawati (2005), set kesempatan investasi memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang.

Pada penelitian ini penulis menjadikan perusahaan makanan dan minuman sebagai objek dari penelitian. Sektor industri makanan dan minuman memang sektor yang menarik, karena sektor ini merupakan sektor yang memiliki investasi yang potensial. Menurut Ketua Gabungan Pengusaha Makanan dan Minuman Indonesia (GAPMMI) menyebutkan bahwa industri makanan dan minuman sudah siap meluncurkan produksinya untuk mensubsitisi peluang pasar. Produksi tidak terlalu menjadi masalah, karena saat ini kapasitas seluruh industri makanan dan minuman baru terpakai sekitar 80%. Ia menyebutkan industri susu, tepung, kopi, sereal dan minuman berpotensi meningkatkan produksi sekitar 10% (Majalah SWA, 2009).

Hasil riset Nielsen Indonesia menggambarkan pertumbuhan bisnis makanan dan minuman yang saat ini masuk dalam kelompok *Fast Moving Consumer Goods* (FMCG), sejak tahun 2005 selalu tumbuh dua digit dan ini suatu hal yang jarang dialami oleh industri lain dan dapat dilihat pada Tabel 1:

Tabel 1. Pertumbuhan Industri Makanan dan Minuman di Indonesia

Keterangan	2005	2006	2007	2008	2009
Pertumbuhan industri makanan dan minuman di Indonesia	20,10%	31%	17,50%	14,90%	12%
Omset industri makanan dan minuman (Rp Triliun)	248,87	326,07	383,01	440	493

Sumber: SWA (2009)

Tabel 1 menunjukkan bahwa pertumbuhan industri makanan dan minuman mengalami fluktuasi akan tetapi omset industri makanan dan minuman setiap tahunnya mengalami kenaikan. Ini berarti bisnis ini mempunyai prospek yang cukup bagus dan hal ini menarik bagi investor.

Tabel 2 menunjukkan total kas operasi dan total dividen yang dibayarkan pada beberapa perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI.

Tabel 2. Total kas operasi dan total dividen yang dibayarkan pada beberapa perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI.

No.	Nama Perusahaan	Total Kas Operasi (Dalam jutaan rupiah)					Total dividen yang dibayarkan (Dalam jutaan rupiah)				
		2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
1	Akasha Wira International Tbk (ADES)	-129,172	-76,215	-48,514	16,888	-29,748					
2	Cahaya Kalbar Tbk (CEKA)	53,339	-93,671	-41,024	104,683	-206,699				22,313	
3	Delta Djakarta Tbk (DLTA)	18,108	87,273	162,007	169,345	31,743	11,224	20,226	22,907	56,101	152,096
4	Fast Food Indonesia Tbk (FAST)	165,957	239,304	225,583	367,685	293,573	8,925	13,388	20,081	25,219	37,039
5	Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF)	1,712,630	3,090,289	2,707,818	2,314,575	6,909,950	42,642	264,386	366,73	412,68	816,58

Sumber: www.ft.com (data diolah)

Tabel 2 menunjukkan bahwa perusahaan dengan kas operasi yang mengalami fluktuasi setiap tahunnya, tetap membayarkan dividen yang relatif meningkat setiap tahun. Hal ini mungkin disebabkan perusahaan memiliki cadangan dana dari laba ditahan yang digunakan untuk pembayaran dividen pada periode berikutnya. Tanda negatif pada kas operasi menunjukkan bahwa pengeluaran perusahaan lebih besar daripada pemasukan yang dihasilkannya.

Berdasarkan uraian di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian yang dirancang dalam bentuk skripsi yang berjudul **”Pengaruh Arus Kas Operasi dan Set Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Pembagian Dividen pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI”**.

B. Identifikasi masalah

1. Arus kas operasi sering memperoleh hasil uji yang tidak mempengaruhi kebijakan dividen padahal arus kas operasi salah satu fungsinya adalah untuk melakukan pembayaran dividen.
2. Set kesempatan investasi mempunyai peranan yang penting dalam kebijakan keuangan perusahaan, dimana semakin besar jumlah investasi yang dimiliki perusahaan dalam satu periode tertentu, semakin kecil dividen yang dibagikan.
3. Kebijakan dividen merupakan masalah yang sering dihadapi oleh manajemen perusahaan.

C. Batasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Keterbatasan-keterbatasan tersebut antara lain:

1. Penelitian ini hanya mengambil dua buah variabel yaitu arus kas operasi dan set kesempatan investasi sebagai variabel independen, karena dua variabel ini merupakan faktor-faktor yang sering dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan kebijakan dividen perusahaan.
2. Objek penelitian ini hanya perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI.
3. Periode pengamatan dalam penelitian ini terbatas karena hanya mencakup tahun 2006-2010.

D. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka perumusan masalah dari penelitian ini adalah:

1. Bagaimanakah pengaruh arus kas operasi terhadap kebijakan dividen?
2. Bagaimanakah pengaruh set kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen?

E. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis:

1. Pengaruh arus kas operasi terhadap kebijakan dividen.
2. Pengaruh set kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen.

F. Manfaat Penelitian

Beberapa manfaat penelitian ini yaitu bagi penulis penelitian ini berguna untuk menambah pengetahuan dalam hal kebijakan dividen. Selain itu, bagi perkembangan ilmu penelitian ini berguna untuk ilmu manajemen keuangan secara umum, dan khususnya di bidang yang menyangkut kebijakan dividen. Penelitian ini juga berguna bagi peneliti berikutnya untuk dijadikan sebagai bahan acuan serta sebagai bahan pertimbangan. Bagi perusahaan, penelitian ini berguna untuk dijadikan sebagai dasar pengambilan keputusan kebijakan dividen berdasarkan faktor arus kas operasi dan kesempatan investasi yang tersedia. Bagi investor penelitian ini dapat berguna sebagai referensi dalam pengambilan keputusan dalam berinvestasi pada suatu perusahaan.

BAB II

KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

Bab ini berisikan landasan teori, dilanjutkan penelitian terdahulu, kerangka konseptual, dan ditutup dengan hipotesis.

A. Kajian Teori

Kajian teori dalam bab ini meliputi 1) dividen, yang menjelaskan tentang konsep dividen, kebijakan dividen, dan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. 2) arus kas operasi, yang menjelaskan tentang laporan arus kas, konsep arus kas operasi, dan hubungan arus kas operasi dengan kebijakan dividen. 3) set kesempatan investasi, yang menjelaskan tentang konsep set kesempatan investasi dan hubungan set kesempatan investasi dengan kebijakan dividen.

1. Dividen

a) Konsep dividen

Stice et al. dalam Suharli (2007) mengartikan dividen sebagai pembagian laba pada pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik. Menurut Ross (1977) dalam Suharli (2007) dividen merupakan pembayaran kepada pemilik perusahaan yang diambil dari keuntungan perusahaan, baik dalam bentuk saham maupun tunai. Artinya hanya perusahaan yang membukukan keuntungan dapat membagikan dividen karena dividen diambil dari keuntungan perusahaan. Ikatan Akuntan Indonesia dalam Suharli (2007) merumuskan

dividen sebagai distribusi laba pada pemegang saham sesuai dengan proporsi mereka dari jenis modal tertentu.

Menurut Brigham (1999) ada tiga teori dari preferensi investor yaitu: Pertama, *dividen irrelevance theory* yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan besar kecilnya DPR tetapi ditentukan laba bersih sebelum pajak dan resiko bisnis. Kedua, *bird in the hand theory*. Sependapat dengan Gordon dan Litner yang menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik jika DPR rendah. Hal ini karena investor lebih suka mendapat dividen daripada *capital gain*. Ketiga, *tax preference theory* yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai *capital gain* dibanding deviden karena akan menunda pembayaran pajak.

Para investor dapat mereplikasikan aliran dividen yang mungkin dapat dibayar perusahaan tetapi tidak untuk saat ini. Jika dividen yang diberikan lebih rendah dari yang diinginkan, para investor dapat menjual sejumlah saham untuk mendapatkan pembagian kas yang diinginkannya. Jika dividen lebih tinggi daripada yang diinginkan, para investor dapat membeli saham tambahan di perusahaan.

Menurut Keown (2010) terdapat sejumlah pandangan disepertar bagaimana kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan yaitu: Pertama, kebijakan dividen tidak relevan. Menurut pandangan ini, tidak ada hubungan antara kebijakan dividen dengan harga saham. Satu kebijakan dividen sama baiknya dengan kebijakan lainnya. Secara agregat, investor hanya peduli dengan total pengembalian dari keputusan

investasi, mereka tidak peduli entah pengembalian itu dari *capital gain* atau pendapatan dividen. Pembayaran dividen dapat mempengaruhi harga saham bila pemegang saham tidak punya cara lain untuk menerima pendapatan dari investasi itu. Namun, asumsi bahwa pasar modal relatif efisien, pemegang saham yang ingin pendapatan sekarang selalu bisa menjual sahamnya.

Kedua, dividen yang tinggi meningkatkan harga saham. Keyakinan bahwa kebijakan dividen tidak penting secara implisit mengasumsikan bahwa investor harus menggunakan tingkat pengembalian yang sama entah pendapatan dari *capital gain* atau melalui dividen. Namun, dividen lebih mudah diramalkan daripada *capital gain* karena manajemen dapat mengontrol dividen tetapi tidak bisa mengontrol harga saham. Ketiga, dividen yang rendah meningkatkan harga saham. Argumen ini umumnya berdasarkan perbedaan perlakuan pajak untuk pendapatan dividen dan *capital gain* yang sering berubah. Investor berusaha menunda pajak sebisa mungkin. Saham yang memungkinkan penundaan pajak selalu mungkin dijual dengan harga premium dibanding saham yang menuntut pungutan pajak sekarang. Ini menyatakan bahwa kebijakan membayar dividen yang rendah akan mengakibatkan harga saham yang tinggi. Yakni dividen yang tinggi merugikan investor, sedangkan dividen rendah dan laba ditahan yang tinggi justru membantu investor. Inilah logika yang membela kebijakan dividen rendah.

b) Kebijakan dividen

Besaran dividen tergantung kebijakan masing-masing perusahaan. Sekilas akan jelas terlihat bahwa sebuah perusahaan akan selalu ingin memberikan sebanyak mungkin keuntungan kepada para pemegang sahamnya dengan membayar dividen. Akan tetapi, sama jelasnya bahwa sebuah perusahaan dapat selalu menginvestasikan uangnya dibandingkan dengan membayarkannya kepada para pemegang saham.

Kebijakan dividen sering dianggap sebagai *signal* bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan dividen dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan. Dengan demikian seberapa besar porsi laba yang akan dibagikan dalam bentuk dividen dan seberapa besar porsi laba yang akan ditahan untuk diinvestasikan kembali, merupakan masalah yang cukup serius bagi pihak manajemen.

Menurut Naveli (1989) dalam Suharli (2007) secara umum kebijakan dividen yang ditempuh perusahaan adalah salah satu kebijakan ini, yaitu: Pertama, *constant dividend payout ratio*. Terdapat beberapa cara mengatur DPR yang dibagikan secara tetap dalam persentase atau rasio tertentu, yaitu dengan a) membayar dengan jumlah persentase yang tetap dari pendapatan tahunan, b) menentukan dividen yang akan diberikan dalam setahun sama dengan jumlah persentase tetap dari keuntungan tahun sebelumnya, dan c) menentukan proyeksi *payout ratio* untuk jangka panjang.

Kedua, *stable per share dividend*. Kebijakan yang menetapkan besaran dividen dalam jumlah yang tetap. Kebijakan ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mempertahankan laba yang tinggi. Ketiga, *regular dividend plus extra*. Dalam

kebijakan ini, perusahaan akan memberikan suatu tingkat dividen yang relatif rendah tetapi dalam jumlah yang pasti, dan memberikan tambahan apabila perusahaan membukukan laba yang cukup tinggi.

Menurut Ross dan Jordan (2009) strategi yang dapat dilakukan perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen adalah dengan: Pertama, pendekatan dividen residual. Pendekatan residual adalah suatu kebijakan dimana sebuah perusahaan membayar dividen hanya setelah memenuhi kebutuhan investasinya sementara mempertahankan rasio utang terhadap ekuitas yang diinginkan. Kedua, stabilitas dividen. Strategi ini dapat dilakukan dengan dua tipe kebijakan dividen, yaitu: 1) dividen setiap kuartal dapat merupakan bagian tetap dari pendapatan per kuartal. Ini adalah kebijakan dividen bersiklus dimana dividen akan bervariasi sepanjang tahun, dan 2) dividen per kuartal dapat merupakan bagian tetap dari laba tahunan, yang berarti bahwa semua pembayaran dividen akan sama.

Menurut Brigham dan Houston (2001) terdapat isu-isu teoritis yang dapat mempengaruhi pandangan masyarakat terhadap kebijakan perusahaan, yaitu:

1. Hipotesis kandungan informasi atau pengisyaratan (*signalling hypothesis*)

Teori ini menyatakan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai isyarat dari prakiraan manajemen atas laba. Ketika MM mengemukakan teori ketidakrelevanan dividen, mereka mengasumsikan bahwa setiap investor dan juga manajer mempunyai informasi yang sama mengenai pendapatan dan dividen perusahaan di masa datang. Namun pada kenyataannya, investor yang berbeda mempunyai pandangan yang berbeda tentang tingkat pembayaran

dividen di masa datang dan ketidakpastian dalam pembagian tersebut, dan manajer mempunyai informasi yang lebih baik mengenai prospek masa depan daripada pemegang saham.

Kenaikan dividen seringkali menyebabkan kenaikan harga saham, sementara pemotongan dividen umumnya menyebabkan penurunan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor secara keseluruhan lebih menyukai dividen daripada keuntungan modal. Sedangkan MM menegaskan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dalam kebijakan dividen tidak harus menunjukkan investor lebih menyukai dividen daripada laba ditahan, sebaliknya perubahan harga saham sesudah pembagian dividen hanya menunjukkan ada kandungan informasi atau pengisyaratan penting dalam pengumuman dividen tersebut.

Teori *signaling hypothesis* yang menyatakan bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada *capital gains*. Tapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu *signal* kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dividen masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang di bawah kenaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu *signal* bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dividen waktu mendatang.

2. Pengaruh *clientele*

Pengaruh *clientele* merupakan kecenderungan suatu perusahaan untuk menarik sekelompok investor yang menyukai kebijakan dividennya. Kelompok yang berbeda atau *clientele* dari pemegang saham menyukai kebijakan dividen yang berbeda. Apabila perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali pendapatan daripada membagikan dividen, para pemegang saham yang membutuhkan pendapatan saat ini akan dirugikan. Nilai saham mereka mungkin naik, tetapi mereka mungkin harus menghadapi kesulitan dan terpaksa menjual sebagian sahamnya untuk memperoleh uang tunai.

Berkaitan dengan *clientele effect*, terdapat dua kelompok investor yaitu investor yang lebih menyukai untuk memperoleh pendapatan saat ini dalam bentuk pembagian dividen, namun ada pula investor yang menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatan mereka, karena investor ini berada dalam tarif pajak yang cukup tinggi. Dengan adanya dua kelompok tersebut, maka ada kecenderungan perusahaan untuk enggan melakukan perubahan kebijakan dividen. Hal ini disebabkan perubahan kebijakan dividen akan mengakibatkan beberapa investor akan menjual sahamnya, dan sebagai akibatnya harga saham akan mengalami penurunan.

Mengingat pemegang saham dapat berpindah-pindah perusahaan, sebuah perusahaan dapat mengubah satu kebijakan pembayaran dividen ke kebijakan yang lainnya dan membiarkan pemegang saham yang tidak menyukai kebijakan tersebut menjual sahamnya kepada investor lain yang menyukainya. Namun, peralihan yang

terlalu sering dilakukan tidak efisien karena adanya biaya pialang, kemungkinan bahwa pemegang saham yang menjual saham harus membayar pajak keuntungan modal, dan adanya kemungkinan kekurangan investor yang menyukai kebijakan dividen yang baru. Jadi, manajemen harus mempertimbangkan dengan matang perubahan kebijakan dividennya, karena suatu perubahan dapat menyebabkan pemegang saham saat ini menjual saham mereka, dan mengakibatkan harga saham menjadi turun. Penurunan harga tersebut bisa bersifat sementara, tetapi juga bisa juga permanen jika hanya sedikit investor yang tertarik dengan kebijakan dividen yang baru, harga saham akan terus tertekan.

c) Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

Menurut Brigham dan Houston (2001) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah: Pertama, kendala atas pembagian dividen. Terdapat beberapa kendala dalam pembagian dividen yang dapat menjadi faktor dalam mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu: a) kontrak hutang, kontrak utang biasanya membatasi pembagian dividen dari laba yang dihasilkan setelah pinjaman diberikan. b) pembatasan saham preferen, biasanya dividen saham biasa tidak dapat dibayarkan jika perusahaan belum membayarkan dividen untuk saham preferennya. c) ketidakcukupan laba, pembayaran dividen tidak boleh melebihi laba yang ditahan pada pos neraca. d) ketersediaan kas, kekurangan kas dapat membatasi pembagian dividen. e) denda pajak atas laba yang tidak wajar, untuk mencegah agar orang-orang kaya tidak menggunakan perusahaan untuk menghindari pajak pribadi, peraturan

pajak membuat peraturan khusus mengenai penimbunan penghasilan yang tidak wajar.

Kedua, peluang investasi. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dilihat dari peluang investasi yaitu: a) letak dari daftar IOS, apabila skedul IOS tertentu dari suatu perusahaan lebih mengarah ke kanan, hal ini akan cenderung menghasilkan target rasio pembagian dividen yang rendah. Sebaliknya jika mengarah ke kiri maka cenderung menghasilkan target rasio pembagian dividen yang tinggi. b) kemungkinan mempercepat atau menunda proyek, kemampuan untuk mempercepat atau menunda proyek akan memungkinkan perusahaan untuk lebih konsisten dengan kebijakan dividen yang stabil.

Ketiga, sumber-sumber modal lainnya. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dilihat dari sumber modal lainnya yaitu: a) biaya penjualan saham baru, jika ingin membiayai sejumlah investasi tertentu, perusahaan dapat memperoleh ekuitas dengan menahan laba atau dengan menjual saham biasa yang baru. b) kemampuan untuk mesubstitusikan ekuitas dengan utang, suatu perusahaan dapat membiayai sejumlah investasi tertentu baik dengan utang atau pun ekuitas. c) pengendalian, apabila manajemen peduli akan usaha untuk mempertahankan pengendalian, manajemen mungkin enggan untuk menjual saham baru sehingga perusahaan mungkin akan menahan lebih banyak laba dari seharusnya.

Keempat, pengaruh kebijakan dividen terhadap biaya modal sendiri. Pengaruh kebijakan dividen terhadap biaya modal sendiri dapat ditinjau dari empat faktor, yaitu: a) keinginan pemegang saham untuk mendapatkan penghasilan sekarang

dibanding penghasilan di masa yang akan datang, b) tingkat resiko dari dividen dibandingkan keuntungan modal, c) manfaat pajak dari keuntungan modal dibandingkan dividen, d) informasi atau isyarat yang terkandung dalam dividen.

Sedangkan menurut Husnan dan Pudjiastuti (1998) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu: Pertama, *operating cash flow* (arus kas operasi). Jika dana yang diperoleh dari operasi perusahaan dapat dipergunakan dengan menguntungkan, maka dividen tidak perlu dibagikan terlalu besar. Jadi tidak benar bahwa perusahaan harus membagikan dividen sebesar-besarnya. Kedua, kesempatan investasi. Jika perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan mengurangi pembayaran dividen daripada menerbitkan saham baru. Penurunan pembayaran dividen mungkin akan diikuti oleh penurunan harga saham tapi jika pasar modal efisien maka harga saham akan menyesuaikan kembali dengan informasi yang sebenarnya.

Ketiga, tingkat laba. Karena ada keengganan untuk menurunkan pembayaran dividen per lembar saham, ada baiknya jika perusahaan menentukan dividen dalam jumlah yang tidak terlalu besar. Dengan demikian, memudahkan perusahaan untuk meningkatkan dan tidak perlu segera menurunkan dividen jika laba menurun. Keempat, biaya transaksi. Untuk merealisasikan uang kas, pemegang saham perlu menjual sebagian saham sedangkan pembayaran dividen berarti menerima uang kas. Namun investor menjual saham, maka mereka akan dikenakan biaya transaksi. Dengan demikian, jika tidak ada faktor pajak maka menerima dividen akan lebih menguntungkan daripada memperoleh *capital gains* sehingga investor cenderung

memilih saham yang membagikan dividen secara teratur. Kelima, pajak penghasilan. Karena investor juga membayar pajak penghasilan maka investor yang sudah berada dalam *tax bracket* tinggi, pembagian dividen akan cenderung tidak terlalu besar.

2. Arus Kas Operasi (*Operation Cash Flow*)

a) Laporan arus kas

Laporan arus kas adalah bagian dari laporan keuangan suatu perusahaan yang dihasilkan pada suatu periode akuntansi yang menunjukkan aliran masuk dan keluar uang (kas) perusahaan. Laporan arus kas merangkum perubahan-perubahan yang terjadi pada posisi kas sebuah perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2010) laporan ini memisahkan aktivitas menjadi 3 kategori, yaitu: a) aktivitas operasi, yang meliputi laba bersih, depresiasi, perubahan dalam aktiva lancar, kewajiban lancar diluar kas, dan utang jangka pendek. b) aktivitas investasi, yang meliputi investasi atau penjualan aktiva tetap. Kegiatan investasi merupakan kegiatan membeli atau menjual kembali investasi pada surat berharga jangka panjang dan aktiva tetap. c) aktivitas pendanaan, yang meliputi kas yang dihimpun selama tahun berjalan dengan menerbitkan utang jangka pendek, utang jangka panjang, atau saham. Kegiatan pendanaan adalah kegiatan menarik uang dari kreditor jangka panjang dan dari pemilik serta pengembalian uang kepada mereka.

Informasi arus kas berguna sebagai indikator jumlah arus kas di masa yang akan datang, serta berguna untuk menilai kecermatan atas taksiran arus kas yang telah dibuat sebelumnya. Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan

indikator apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan kas untuk pembayaran dividen. Laporan arus kas juga menjadi alat pertanggungjawaban arus kas masuk dan arus kas keluar selama periode pelaporan. Apabila dikaitkan dengan laporan keuangan lainnya, laporan arus kas memberikan informasi yang bermanfaat bagi pengguna laporan dalam mengevaluasi perubahan kekayaan bersih dana suatu entitas pelaporan dan struktur keuangan pemerintah termasuk likuiditas dan solvabilitas.

Tujuan laporan arus kas adalah untuk menyediakan informasi yang relevan mengenai penerimaan dan pengeluaran kas dalam suatu entitas dalam suatu periode. Informasi ini berguna bagi investor dan kreditor untuk mengetahui kemampuan entitas untuk menghasilkan kas bersih masa depan dan membandingkannya dengan kewajiban-kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang, termasuk kemungkinan pembayaran dividen di masa yang akan datang.

Laporan arus kas harus menyajikan informasi yang berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas. Informasi arus kas memungkinkan para pemakai mengembangkan model untuk membandingkan nilai sekarang dari arus kas masa depan dari berbagai perusahaan.

Berdasarkan Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan No.2 laporan arus kas dirancang untuk dapat memenuhi tujuan-tujuan berikut: 1) Untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas dan memungkinkan para pemakai mengembangkan model untuk menilai dan membandingkan nilai sekarang dan arus kas masa depan dari berbagai perusahaan. 2) Untuk meningkatkan

daya banding pelaporan kinerja operasi berbagai perusahaan, karena dapat meniadakan pengaruh penggunaan perlakuan akuntansi yang berbeda terhadap transaksi dan peristiwa yang sama. Untuk menilai manfaat ini dapat digunakan laporan arus kas dari aktivitas usaha dari perusahaan. 3) Sebagai indikator dari jumlah, waktu dan kepastian arus kas masa yang akan datang. 4) Menilai kecermatan dan tafsiran arus kas masa depan yang telah dibuat sebelumnya dan dalam menentukan hubungan antara profitabilitas dan arus kas serta dampak perubahan harga.

Laporan arus kas ini akan membantu para investor, kreditor, dan pemakai lainnya untuk: 1) Menilai kemampuan perusahaan untuk menentukan nilai kas di masa yang akan datang, 2) Menilai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya membayar dividen dan keperluan dana untuk kegiatan eksterne, 3) Menilai alasan-alasan perbedaan antara laba bersih yang dikaitkan dengan penerimaan dan pengeluaran kas, 4) Menilai pengaruh investasi baik kas maupun bukan kas dan transaksi keuangan lainnya terhadap posisi keuangan perusahaan selama satu periode tertentu.

b) Konsep Arus Kas Operasi (*Operation Cash Flow*)

Kegiatan yang masuk dalam kelompok arus kas operasi adalah aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan, seluruh transaksi dan peristiwa-peristiwa lain yang tidak dapat dianggap sebagai kegiatan investasi atau pembiayaan. Kegiatan

ini biasanya mencakup kegiatan produksi, pengiriman barang, dan pemberian servis. Arus kas operasi ini umumnya adalah pengaruh kas dari transaksi dan peristiwa lainnya yang ikut dalam menentukan laba.

Sedangkan menurut Wild dan Halsey (2008)

Aktivitas operasi mencerminkan pelaksanaan rencana bisnis yang terdapat dalam aktivitas pendanaan dan aktivitas investasi. Aktivitas operasi melibatkan setidaknya lima komponen, yaitu penelitian dan pengembangan, pembelian, produksi, pemasaran, dan administrasi. Aktivitas operasi perusahaan merupakan sumber utama laba perusahaan. Laba mencerminkan kesuksesan perusahaan dalam membeli dari pasar input dan menjual dalam pasar output. Seberapa baik perusahaan dalam menjalankan rencana bisnis dan strateginya, dan dalam menentukan bauran aktivitas operasinya, menentukan kesuksesan atau kegagalan perusahaan.

Contoh dari arus kas operasi menurut Harahap (2007) adalah sebagai berikut: a) Penerimaan kas dan penjualan barang dan jasa termasuk penerimaan dari piutang akibat penjualan, baik jangka panjang maupun jangka pendek. b) Penerimaan dari bunga pinjaman atas penerimaan dari surat berharga lainnya seperti bunga atau dividen. c) Semua penerimaan yang bukan berasal dari sebagian yang sudah dimasukkan dalam kelompok investasi pembiayaan, seperti jumlah uang yang diterima dari tuntutan pengadilan, klaim asuransi, kecuali yang berhubungan dengan kegiatan investasi dan pembiayaan seperti kerusakan gedung, pengembalian dana lagi *supplier*.

Sedangkan contoh arus kas keluarnya adalah a) Pembelian kas untuk membeli bahan yang akan digunakan untuk produksi atau untuk dijual, termasuk pembayaran hutang jangka pendek atau jangka panjang kepada *supplier* barang. b) Pembayaran

kas kepada supplier lain dan pegawai untuk kegiatan selain produksi barang dan jasa. c) Pembayaran kas kepada pemerintah untuk pajak, denda, dan kewajiban lainnya. d) Pembayaran kepada pemberi pinjaman dan kreditur lainnya berupa bunga. e) Seluruh pembayaran kas yang tidak berasal dari transaksi investasi atau pembiayaan seperti pembayaran tuntutan pengadilan, pengembalian dana kepada langganan, dan sumbangan. Dalam manajemen keuangan terdapat banyak metode yang biasa digunakan untuk mengevaluasi dan menilai investasi. Pada dasarnya, metode penelitian investasi dapat didasarkan atas arus kas operasi.

c) Hubungan *operation cash flow* dengan kebijakan dividen

Menurut PSAK No.2, arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah operasi perusahaan mampu menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi hutang terutama hutang yang telah jatuh tempo, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen, dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pendanaan yang bersumber dari luar. Menurut Husnan dan Pudjiastuti (1998) arus kas operasi merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

Aktivitas operasi mencerminkan pelaksanaan rencana bisnis yang terdapat dalam aktivitas pendanaan dan aktivitas investasi. Aktivitas operasi perusahaan merupakan sumber utama laba perusahaan. Laba mencerminkan kesuksesan perusahaan dalam membeli dari pasar input dan menjual dalam pasar output. Seberapa baik perusahaan dalam menjalankan rencana bisnis dan strateginya, dan dalam menentukan bauran

aktivitas operasinya, menentukan kesuksesan atau kegagalan perusahaan (Wild (2008)). Itulah sebabnya mengapa arus kas yang berasal dari aktivitas operasi sangat berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Manurung dan Siregar (2008) menemukan adanya hubungan yang positif dan signifikan antara arus kas operasi dengan kebijakan dividen, dimana semakin besar penerimaan kas dari aktivitas operasi maka semakin besar pula jumlah dividen perusahaan yang akan dibagikan, dan begitu pula sebaliknya.

3. Set Kesempatan Investasi (*Investment Opportunity Set*)

a) Konsep *investment opportunity set* (IOS)

Menurut Tandelilin (2001) “investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang”. Seorang investor membeli sejumlah saham saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham ataupun sejumlah dividen di masa datang, sebagai imbalan atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi tersebut. Sedangkan Ahmad (2003) mendefinisikan “investasi adalah menempatkan uang atau dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan atas uang atau dana tersebut”.

Secara lebih khusus ada beberapa alasan mengapa seseorang melakukan investasi menurut Ahmad (2003), antara lain: a) Untuk mendapatkan kehidupan yang layak di masa yang akan datang. Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha

bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang sekarang agar tidak berkurang di masa yang akan datang. b) Mengurangi tekanan inflasi. Dengan melakukan investasi dalam pemilikan perusahaan atau objek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari resiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi. c) Dorongan untuk menghemat pajak. Beberapa negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

IOS adalah set peluang investasi yang berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan. Untuk mencapai tujuan perusahaan manajer membuat keputusan investasi yang menghasilkan *net present value* positif. Fama (1978) dalam Hasnawati (2005) mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. IOS merupakan keputusan investasi yang dilakukan perusahaan untuk menghasilkan nilai. Di lain pihak IOS didefinisikan sebagai nilai perusahaan yang nilainya di proksi melalui IOS. Namun secara umum dapat disimpulkan bahwa IOS merupakan hubungan antara pengeluaran saat ini maupun di masa yang akan datang dengan nilai atau *return* atau prospek sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan.

Kesempatan investasi atau *Investment Opportunity* terbuka jika perusahaan mampu menghasilkan margin laba yang tinggi secara konsisten, dan memiliki kinerja

keuangan yang baik, sehingga perusahaan dapat menginvestasikan kembali laba yang diperoleh perusahaan ke proyek-proyek yang dianggap memiliki nilai tambah positif dimasa yang akan datang.

Menurut Kallapur dan Trombley (1999) dalam Hasnawati (2005), secara umum proksi-proksi set kesempatan investasi dapat digolongkan ke dalam empat tipe yaitu antara lain: 1) IOS berbasis pada harga, 2) IOS berbasis pada investasi, 3) IOS berbasis pada varian dan 4) IOS gabungan dari IOS individual.

a. Pengertian IOS berbasis pada harga saham

IOS berbasis pada harga saham ini berdasarkan pada perbedaan antara aset dan nilai perusahaan, oleh karena itu IOS ini sangat tergantung pada harga saham. Pada pasar yang efisien secara semi kuat, harga suatu saham akan merefleksikan secara penuh atas informasi yang tersedia di pasar saham. Oleh karena itu, pasar seharusnya bereaksi secara berbeda terhadap informasi antara perusahaan yang tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh. Perbedaan harga saham ini hanya terjadi bila pasar saham adalah efisien semi kuat secara keputusan, yaitu investor dapat merespon secara tepat atas informasi yang tersedia secara penuh di pasar modal.

IOS berbasis pada harga saham ini dapat diukur dengan menggunakan empat macam rasio, yaitu:

a) Rasio *Market to book value of equity* (MVEBVE)

Rasio ini mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan akan lebih besar dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan

kesempatan investasi perusahaan (Hartono (2003) dalam Kumar (2007). Perusahaan yang mempunyai rasio MVEBVE yang tinggi akan memiliki pertumbuhan aktiva dan ekuitas yang besar. Menurut Hartono (1999) MVEBVE ini dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{MVEBVE} = \frac{\text{Lembar saham beredar} \times \text{Harga penutupan saham}}{\text{Total Ekuitas}}$$

b) Tobin`q (TOBINQ)

Didefinisikan sebagai nilai pasar dari perusahaan dibagi dengan *replacement cost* dari aset. Rasio tobin`q dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{TOBINQ} = \frac{\text{Total aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}{(\text{aktiva tetap gross} - \text{aktiva tetap net})}$$

c) Rasio *firm value to depreciation expense*

Rasio ini dapat juga disebut sebagai rasio *value to depreciation expense* (VDEP). Rasio ini menunjukkan besarnya pengurangan *assets-in-place*. Semakin besar rasio ini menunjukkan adanya kesempatan investasi. Rasio VDEP ini dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{VDEP} = \frac{\text{Total aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{Harga penutupan saham})}{\text{biaya depresiasi}}$$

d) Rasio *firm value to book value of PPE* (VPPE)

Rasio VPPE digunakan dengan didasari alasan bahwa PPE dapat menunjukkan adanya investasi aktiva tetap yang produktif. Rasio ini menunjukkan investasi masa lalu pada PPE yang ditunjukkan sebagai *assets-in-place*. Rasio ini dapat menunjukkan indikasi adanya aktiva tetap yang produktif. Komposisi PPE yang besar dan struktur aktiva dapat menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan. Untuk mencari rasio ini dapat diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Subekti, 2000):

$$PPE = \frac{\text{Total aset} - \text{Total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}{\text{aktiva tetap net}}$$

b. Pengertian IOS berbasis pada investasi

IOS ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi pada masa berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan. Perusahaan-perusahaan yang memiliki IOS yang tinggi seharusnya juga memiliki suatu tingkatan investasi yang tinggi pula dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau yang diinvestasikan untuk waktu yang lama dalam suatu perusahaan.

IOS berbasis investasi ini dapat diukur dengan menggunakan tiga jenis rasio, yaitu:

a) Rasio *Capital expenditure to book value asset* (CAPBVA)

Rasio ini menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan.

Rasio ini dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{CAPBVA} = \frac{\text{Nilai buku aset tetap } t - \text{Nilai buku aset tetap } t - 1}{\text{Total aset}}$$

b) Rasio *Capital expenditure to market value of assets* (CAPMVA)

Sama dengan rasio CAPBVA, rasio ini menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan. Rasio ini dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{CAPMVA} = \frac{\text{Nilai buku aset tetap } t - \text{Nilai buku aset tetap } t - 1}{\text{Total aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}$$

c) Rasio *Investment to net sales* (IONS)

Rasio IONS menggunakan investasi modal sesungguhnya sebagai suatu ukuran nilai buku *gross property, plant* dan *equipment*. Nilai buku *gross property, plant* dan *equipment* ini menunjukkan aset yang dimiliki perusahaan. Menurut Hartono (1999) rasio ini dapat diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{IONS} = \frac{\text{Investasi}}{\text{Penjualan bersih}}$$

c. Pengertian IOS berbasis pada varian

IOS ini percaya pada gagasan bahwa suatu varian menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya peluang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva. Rasio berbasis pada varian yang digunakan ada dua macam, yaitu:

a) Varian *return* (VARRET)

VARRET digunakan untuk menilai *return* dari IOS perusahaan. VARRET ini dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{VARRET} = \frac{(\text{Harga penutupan saham} \times \text{lembar saham beredar}) + \text{dividen} + \text{biaya bunga}}{\text{Total aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}$$

b) Beta aset (BETA)

BETA digunakan untuk menilai resiko dari IOS perusahaan. BETA dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{BETA} = \frac{\text{Beta saham} \times (\text{Harga penutupan saham} \times \text{lembar saham beredar})}{\text{Total aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}$$

d. Pengertian IOS gabungan IOS Individual

Alternatif gabungan IOS dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi *measure error* yang ada pada IOS dengan rasio individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang baik untuk IOS. Metode dapat dilakukan untuk menggabungkan beberapa proksi individual menjadi satu proksi yang akan diuji lebih lanjut adalah dengan menggunakan analisis faktor.

Set kesempatan investasi merupakan faktor kontekstual yang penting karena perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi berarti masih memerlukan investasi tinggi. Penggunaan aliran kas bebas (*free cash flow*) untuk investasi bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi akan meningkatkan nilai pemegang saham. Sebaliknya perusahaan dengan pertumbuhan rendah, *free cash flow* tinggi yang menempuh kebijakan pembayaran dividen atau membeli kembali saham perusahaan juga akan meningkatkan nilai pemegang saham (Zulkarnain, 2009).

Brigham (1999) mengartikan *free cash flow* sebagai kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada investor sesudah terpenuhinya kebutuhan seluruh investasi yang diperlukan untuk mempertahankan operasi. Kieso (1999) dalam Zulkarnain (2009) juga mengartikan *free cash flow* sebagai jumlah aliran kas diskresioner yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli kembali perusahaan sendiri, atau menambah likuidasi perusahaan.

Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi membutuhkan lebih banyak dana karena terdapat banyak kesempatan investasi. Perusahaan harus menentukan dari mana dana yang akan digunakan untuk membiayai investasi tersebut, apakah dibiayai dari hutang, atau dari modal sendiri (ekuitas), atau kombinasi dari keduanya. Manajemen sebenarnya dapat mengambil kebijakan penciptaan hutang untuk investasi maupun pembayaran dividen, namun hutang ini akan mengurangi biaya keagenan *free cash flow* yang dapat dibelanjakan dengan leluasa berdasarkan kebijakan dari manajemen. Selain itu kebijakan hutang yang rendah biasanya perusahaan harus membayarkan dividen rendah pula agar perusahaan dapat menahan

diri dari penerbitan saham baru yang membutuhkan biaya penerbitan dan pemasaran sekuritas.

b) Hubungan *investment opportunity set* dengan kebijakan dividen

Menurut Zahro (2009) investor yang tidak menyukai risiko mensyaratkan semakin tinggi risiko suatu perusahaan semakin tinggi keuntungan yang diinginkan. Dividen yang ada ditangan mempunyai nilai yang lebih tinggi daripada *capital gain* pada masa mendatang. Dengan demikian, investor yang menghindari risiko menuntut dividen yang tinggi. Perusahaan dituntut untuk terus tumbuh maka perusahaan harus dapat melaksanakan ekspansi dengan melaksanakan investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan nilai perusahaan. Dengan tingginya investasi yang tersedia mengakibatkan perusahaan menggunakan laba ditahan untuk membiayai investasi, dan dividen yang dibagikan juga semakin sedikit.

Elluomi dan Gueyie (2001) dalam Kumar (2007) menemukan bahwa proksi IOS berkorelasi positif dengan pertumbuhan, sehingga perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Investasi di masa depan akan mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga Myers (1977) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) mengatakan bahwa nilai perusahaan merupakan gabungan dari aktiva dengan investasi masa depannya. IOS yang tinggi di masa depan membuat perusahaan dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi. Perkembangan perusahaan yang tinggi akan memerlukan dana yang lebih besar untuk kesempatan investasinya. Kebutuhan dana yang besar tersebut dapat dipenuhi pertama kali yaitu

dengan berasal dari dalam perusahaan yaitu laba ditahan. Jika tingkat investasinya kecil maka dana yang tersedia untuk pembayaran dividen menjadi besar.

Dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, Ismiyanti dan Hanafi (2003) dalam Kumar (2007) menyatakan bahwa pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen adalah negatif, dimana semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan maka dividen yang dibagikan akan semakin rendah. Peningkatan investasi menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal yang sedikit untuk melakukan pembayaran dividen.

B. Penelitian Terdahulu

Penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya banyak yang membahas tentang kebijakan dividen dan ada beberapa diantaranya yang membahas tentang pengaruh OCF dan IOS terhadap kebijakan dividen suatu perusahaan. Dalam penelitian Suharli (2007), menemukan bahwa adanya hubungan yang negatif antara IOS dengan kebijakan dividen. Sampel dalam penelitiannya adalah perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 2002-2003. Dari hasil penelitiannya menjelaskan bahwa semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan, maka jumlah dividen yang akan dibayarkan akan semakin rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Hery (2009) menemukan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara arus kas operasi dengan dividen kas. Arus kas operasi berhubungan kuat dan positif dengan dividen kas. Ini berarti bahwa semakin

tinggi arus kas operasi yang dihasilkan perusahaan, maka jumlah dividen yang dibayarkan juga akan semakin besar.

Menurut Sadalia dan Saragih (2008), MVEBVE tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap dividen tunai. Pada penelitian ini penarikan sampel dilakukan dengan menggunakan pendekatan “*non probability random sampling*” melalui metode *purposive sampling*, dengan sampelnya adalah perusahaan terbuka di BEI selama periode 2004-2007. Hasil penelitiannya menemukan bahwa hanya *Return on equity* (ROE) dan NPM (*Net Profit Margin*), yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap dividen tunai, sedangkan variabel bebas lain yaitu, *MVEBVE* dan *Property, Plant and Equipment to the Book Value of Assets (PPE/BVA)* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap dividen tunai. Beberapa penelitian yang telah dilakukan sebelumnya terangkum dalam Tabel 3.

Tabel 3. Penelitian terdahulu

No	Nama Peneliti dan Metode	Sampel	Variabel Independen (X)	Variabel Dependen (Y)	Hasil
1.	Suharli (2007), regresi	Perusahaan yang terdaftar di BEI, 2002-2003	FA (kesempatan investasi) CR (likuiditas) ROI (profitabilitas)	DPR	<ul style="list-style-type: none"> a. Adanya hubungan yang negatif antara IOS dengan kebijakan dividen b. Likuiditas dapat digunakan sebagai variabel penguat karena memberikan hasil yang signifikan dalam mempengaruhi profitabilitas dan kesempatan investasi c. Adanya hubungan yang negatif antara ROI dengan kebijakan dividen
2.	Hery (2009), korelasi <i>Pearson</i>	Perusahaan publik top dunia	Arus kas operasi Laba bersih	Kebijakan dividen	<ul style="list-style-type: none"> a. Terdapat pengaruh yang signifikan antara arus kas operasi dengan dividen kas b. Terdapat pengaruh yang signifikan antara laba bersih operasi dengan dividen kas
3.	Sadalia dan Saragih (2008), regresi berganda	Perusahaan terbuka di BEI, 2004-2007	MVEBVE ROE NPM PPE	DPR	<ul style="list-style-type: none"> a. MVEBVE tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap dividen tunai b. ROE mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap dividen tunai c. NPM mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap dividen tunai. d. PPE tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap dividen tunai

C. Kerangka Konseptual

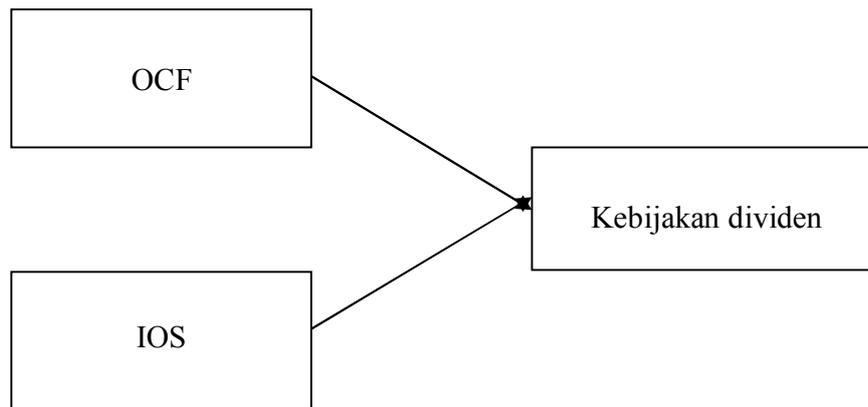
Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan studi empiris dengan tujuan untuk mengetahui adanya pengaruh OCF dan IOS terhadap kebijakan dividen dan seberapa besar pengaruhnya terhadap kebijakan dividen. Dividen yang diterima oleh pemegang saham adalah pengembalian yang diterima atas investasi yang telah dilakukan yaitu berupa dividen. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan, diantaranya arus kas operasi (*operation cash flow*) dan kesempatan investasi (*investment opportunity*) yang dimiliki perusahaan tersebut. Dividen diukur dengan menggunakan DPR, karena pada hakikatnya DPR menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Selain itu manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti DPR yang stabil

OCF adalah selisih antara penerimaan dan pengeluaran kas dan setara kas yang berasal dari aktivitas operasi selama satu tahun tutup buku, sebagaimana tercantum dalam laporan arus kas. Semakin tinggi arus kas operasi yang dihasilkan perusahaan, maka semakin besar kemungkinan dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan kepada investor.

IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. IOS dapat mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan dimana semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan, maka semakin sedikit dividen yang dibagikan kepada investor karena perusahaan lebih

menginginkan dana yang dimilikinya untuk diinvestasikan kembali kepada proyek yang menguntungkan daripada membagikannya sebagai dividen.

Kerangka konseptual dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka konseptual

Dari kerangka konseptual diatas dapat diperkirakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara OCF dan IOS perusahaan terhadap kebijakan dividen.

D. Hipotesis

Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁ : Terdapat pengaruh yang signifikan antara OCF terhadap kebijakan dividen

H₂ : Terdapat pengaruh yang signifikan antara IOS terhadap kebijakan dividen

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan

Berdasarkan pendahuluan, kajian teori dan pengolahan data serta pembahasan yang telah dilakukan pada bab terdahulu, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut: 1) Arus kas operasi (OCF) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR) pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI. Ini berarti faktor OCF tidak terlalu mempengaruhi perusahaan dalam pengambilan keputusan mengenai kebijakan dividen. 2) Set kesempatan investasi (IOS) yang menggunakan MVEBVE sebagai proksinya, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR) pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI. Ini berarti semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar dividen yang akan dibayarkan kepada investor.

B. Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikemukakan maka dapat diberikan beberapa saran sebagai berikut: 1) Penelitian ini hanya menggunakan dua variabel bebas, sedangkan kebijakan dividen yang diukur dengan DPR mungkin dipengaruhi oleh variabel lain, sehingga disarankan analisis pengaruh kebijakan tidak hanya dengan melihat kedua variabel tersebut tetapi juga memperhatikan variabel lain. 2) Bagi peneliti selanjutnya, dengan penelitian ini diharapkan peneliti selanjutnya dapat

melakukan penelitian yang lebih lanjut berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Dengan menambah periode penelitian, mengganti objek penelitian pada sektor atau indeks tertentu dan menambah variabel penelitian seperti likuiditas, laba bersih, dan lain-lain. Selain itu, peneliti selanjutnya dapat menggunakan proksi lain untuk menghitung nilai IOS seperti menggunakan *fixed asset*, Tobin's *q*, dan lain-lain. 2) Bagi perusahaan, dapat lebih memperhatikan kas yang dihasilkan dari aktivitas operasinya dan kesempatan investasi yang dimiliki sehingga perusahaan dapat mempertimbangkan kebijakan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham guna menarik investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan tersebut. 3) Bagi investor, dapat lebih memperhatikan faktor fundamental, seperti likuiditas perusahaan tanpa mengabaikan faktor lain seperti risiko, pertumbuhan dividen dalam berinvestasi.

DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Adam, Tim & Goyal, Vidhan K. (2003). "The Investment Opportunity Set its Proksi Variable: Theory and Evidence". *Hongkong University of Science and Technology*.
- Ahmad, Kamaruddin. (2003). *Dasar-dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Atmaja, Lukas Setia. (2003). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: ANDI Yogyakarta
- Anonymous. 2006, 2007, 2008, 2009, 2010. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta.
- _____. (2007). www.scribd.com/doc/51855153/Invesment-opportunity-set-Analysis (diakses pada tanggal 21 Desember 2011).
- _____.(2011). <http://www.bisnis.com/articles/dividen-delta-djakarta-lampauilaba> (diakses pada tanggal 26 Januari 2012).
- _____.(2010).http://www.indofood.com:8080/0_document/investor/ISM_Annual%20Report%202010.pdf (diakses pada tanggal 29 Januari 2012).
- _____.(2010). http://www.multibintang.co.id/pdf/MBI_AR08.pdf (diakses pada tanggal 29 Januari 2012).
- _____.(2011). <http://usahasuksesmandiri.blogspot.com/2011/09/profil-sejarah-mayora-indah-tbk.html> (diakses pada tanggal 29 Januari 2012).
- Brigham, Eugene F. & Houston, Joel F. (2001). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- _____.(2010). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro
- Gujarati, Damodar N. (2006). *Dasar-dasar Ekonometrika*. Jakarta: PT. Erlangga
- Harahap, Sofyan Syafri. (2001). *Teori Akuntansi: Edisi revisi*. Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada.

- Hartono, Yogyanto. (1998). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE
- Hasnawati, Sri. (2005). “Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta.” *JAAI*. IX(II). Hlm. 117-126.
- Hatta, Atika Jauhari. (2002). “Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen: Investifasi Pengaruh Teori *Stakeholder*”. *JAAI*. VI(II).
- Hery. (2009). “Hubungan Laba Bersih dan Arus Kas Operasi dengan Dividen Kas.” *Jurnal Akuntansi*. IX(I). Hlm. 10 – 16.
- Husnan, Suad. (2009). *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Yogyakarta: BPFE
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti. (1998). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi kedua. Yogyakarta: UPP YKPN
- Indriantoro, Nur & Supomo, Bambang. (2002). *Metodologi Penelitian Bisnis : Untuk Akuntansi & Manajemen*. Yogyakarta : BPFE-Yogyakarta
- Keown, Arthur J. *et al.* (2010). *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*. Jakarta. PT Indeks
- Kumar, Suwendra. (2007). “Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Investment Opportunity Set (IOS)*, Dan Rasio-Rasio Keuangan Terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*. *Jurnal tidak diterbitkan*. UNDIP Semarang
- Majalah SWA 04/XXv/19 Februari-4 Maret 2009
- Manurung, Indah Agustina dan Hasan Sakti Siregar. (2009). “Pengaruh Laba Bersih dan Arus Kas Operasi Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang *Go Public*”. *Jurnal tidak diterbitkan*. USU Medan
- Norpratiwi, Agustina. (2004). “Analisis korelasi *Investment Opportunity Set (IOS)* Terhadap *Return Saham*”. *Jurnal tidak diterbitkan*. STIE YKPN Yogyakarta
- Risaptoko, RB Atok. (2007). “Analisis Pengaruh *Cash Ratio, Debt to Total Asset, Asset Growth, Firm Size* dan *Return On Asset* terhadap *Dividend Payout Ratio*”. *Jurnal tidak diterbitkan*. UNDIP Semarang
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, & Bradford D. Jordan. (2009). *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Salemba Empat.

- Sadalia, Isfenti dan Nurul Sari Syafitri Saragih. (2008). "Pengaruh *Profitability* Dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Dividen Tunai Pada Perusahaan Terbuka Di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Manajemen Bisnis*. I(III). Hlm. 103 – 108.
- Setianingtyas, Anita. (2009). "Pengaruh Set Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Dengan Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderator". *Tesis S2 Program Magister Akuntansi STIE YKPN*. Yogyakarta.
- Subekti, Imam. (2002). "Asosiasi antara Set kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham". *Makalah Seminar Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntansi Indonesia*
- Suharli, Michelle. (2007). "Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat." *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. IX(I). Hlm. 9 -17.
- Sundjaja, Ridwan dan Inge Barlian. (2002). *Manajemen Keuangan Dua Edisi Ketiga*. Jakarta: PT. Prenhallindo
- Tandelilin, Eduardus. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPF
- Wild, John J., K.R. Subramanyam, & Robert F. Halsey. (2008). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Zahro, Nafi` Inayati. (2009). "Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan dividen dan *Leverage* Perusahaan". *Jurnal tidak diterbitkan*. Universitas Maria Kudus
- Zulkarnain. (2009). "Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi Terhadap Hubungan Antara Aliran Kas Bebas Dan Nilai Pemegang Saham." *Jurnal Bisnis dan Manajemen*. VI(I), Hlm. 1-12
- www.ft.com (diakses pada tanggal 26 September 2011)
- www.idx.co.id (diakses pada tanggal 2 Desember 20011)