

**Pengaruh Profitabilitas terhadap *Dividend Payout Ratio* dengan
Free Cash Flow dan *Investment Opportunity set* sebagai
Pemoderasi
(Studi pada Perusahaan Perbankan yang terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Periode 2014 - 2018)**

¹Nurdin, ²Rinto Syahdan

^{1), 2)} Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Dan Bisnis
Universitas Khairun

E-mail: ¹⁾nurdin.hayat@unkhair.ac.id, ²⁾rintosyahdan@gmail.com

ABSTRACT

This research is motivated by problems related to dividend policy. Dividend policy has an important role because it is related to the welfare of shareholders. Dividend payments are made if the company has a high profit, but a company with a low profit may not share dividends. The purpose of this study is to identify and analyze the factors that influence dividend payments that are proxy with Dividend Payout Ratio (DPR). The population in this study is all conventional / non-Sharia banking companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2014 to 2018. The sampling technique used was purposive sampling which produced a sample of 11 companies. The analysis technique used is simple linear regression analysis and Moderated Regression Analysis (MRA). The results showed that profitability (ROA) had a negative effect on the dividend payout ratio. Free cash flow and Investment opportunity set are not able to moderate the effect of profitability on the dividend payout ratio. For further research, it can add independent variables to variations in research results.

Keywords: Profitability, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dividend Payout Ratio.

PENDAHULUAN

Perbankan merupakan organ vital yang penting dalam menjaga stabilitas perekonomian suatu negara. Perbankan menjalankan fungsinya berdasarkan prinsip kehati-hatian (*prudential banking*). Karakteristik bank yang *prudence* menuntut bank-bank di Indonesia untuk selalu berhati-hati dalam menjalankan aktivitasnya agar tidak membahayakan nasabah atau perekonomian negara. Jika sewaktu-waktu terjadi krisis moneter, maka perbankan tetap dapat bertahan dalam menjaga stabilitas keuangan (Pradana & Sanjaya, 2017).

Ketahanan perbankan Indonesia sudah terlihat pada bulan Januari 2017, saat itu lembaga pemeringkat internasional, *Fitch Ratings*, menaikkan peringkat tujuh bank di Indonesia, yaitu Bank KEB Hana Indonesia, Bank Woori Saudara Indonesia 1906, Bank Tabungan Pensiunan Nasional, Bank ICBC Indonesia, Bank BNI, Bank Mandiri, dan Bank BRI dari AA menjadi AA+. Kenaikan peringkat ini sesuai dengan ekspektasi *Fitch Ratings* bahwa perbaikan perbankan di Indonesia telah dan akan terus berlanjut karena prospek ekonomi makro yang lebih kuat tercipta pada tahun 2017. Kondisi tersebut berimbas pada peningkatan kualitas kredit dan profitabilitas di masa depan.

Fenomena atau realita yang terjadi sepanjang tahun 2014 sampai dengan 2018 justru menunjukkan hasil yang berkebalikan yaitu terjadi penurunan *dividend payout ratio* pada bank yang membagikan dividen tunai berturut-turut. Selain itu, sebanyak 31 dari 42 bank konvensional/non-syariah yang terdaftar di BEI sepanjang tahun 2014 sampai 2018 mayoritas tidak membagikan dividen kas atau hanya tiga sampai empat kali sepanjang lima tahun. Padahal jika ditinjau dari segi profitabilitas perusahaan, mayoritas bank tersebut menunjukkan hasil yang positif. Timbulnya fenomena tersebut diduga akibat dari peningkatan *rating* perbankan sendiri yang membuat Indonesia masuk ke tingkat perekonomian baru yang disebut *investment grade status*. Keadaan tersebut membuat industri perbankan Indonesia mempunyai kesempatan ekspansi yang tinggi agar lebih mudah dalam memperoleh akses pendanaan dari investor.

Penelitian empiris ini dikhususkan pada sektor jasa perbankan. Hal ini dipertimbangkan oleh peneliti karena beberapa alasan. Pertama bank merupakan

cerminan kepercayaan investor pada stabilitas sistem keuangan dan sistem perbankan suatu negara. Kedua, sudah banyak bank *go public* sehingga memudahkan dalam melihat posisi keuangan dan kinerja suatu bank serta meningkatnya harga saham perbankan di Indonesia menunjukkan harapan besar investor pada pertumbuhan ekonomi negara tersebut.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Keagenan

Menurut Jensen & Meckling (1976), dalam kerangka hubungan keagenan (*agency theory*), timbulnya masalah keagenan disebabkan karena konflik kepentingan antara prinsipal dan agen, kontrak yang tidak lengkap, serta adanya asimetri informasi. Masalah keagenan yang terjadi antara investor (sebagai *principal*) dan manajemen (sebagai *agent*) tentu dapat menyebabkan timbulnya biaya keagenan (*agency cost*).

Menurut Mulyono (2009) dalam penelitiannya, mengungkapkan bahwa tingkat asimetri informasi akan cenderung relatif tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang baik. Dalam kondisi ini, manajer memiliki informasi tentang nilai proyek di masa depan dan tindakan mereka tidak dapat diawasi secara detail oleh pemegang saham. Untuk menghalangi perilaku manajer yang buruk (*opportunistic behaviour*) maka pemegang saham harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan (*monitoring cost*) yang disebut *agency cost* atau biaya keagenan (Dewi, 2008).

Agency cost yang muncul tersebut dapat diminimalkan dengan membagi dividen kas yang menyebabkan perusahaan tidak mempunyai dana berlebih sehingga tidak bisa disalahgunakan oleh manajer. Dengan kata lain, kebijakan pembagian dividen kas dapat menjadi salah satu bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap pihak manajemen.

Teori Kontigensi

Teori kontingensi dapat digunakan untuk menganalisis desain dan sistem akuntansi manajemen untuk memberikan informasi yang dapat digunakan

perusahaan untuk berbagai macam tujuan (Wulandari, 2011). Dimana terdapat beberapa keterlibatan dari variabel yang ada, salah satunya adalah variabel *moderating*, yaitu tipe variabel yang memperkuat atau memperlemah hubungan langsung antara variabel independen dengan variabel dependen

Daya Informasi Akuntansi

Angka akuntansi merupakan nilai yang relevan, dimana perubahan nilai ekuitas dapat dijelaskan dari kekuatan spesifik variabel laporan keuangan. Nilai relevansi akan semakin besar apabila daya penjelas spesifik variabel laporan keuangan semakin besar (Anandarajan & Hasan, 2010). Tujuan mempelajari relevansi nilai angka-angka akuntansi, yaitu untuk menguji relevansi dan keandalan angka akuntansi yang tercermin pada nilai ekuitas dan untuk menilai seberapa baik akuntansi mencerminkan informasi yang digunakan oleh investor. Pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), pemegang saham akan menggunakan informasi angka-angka yang disajikan dalam laporan keuangan untuk menentukan jumlah dividen yang akan dibayarkan.

Dividen

Dividen menurut (Hery, 2015) merupakan bagian laba usaha yang diperoleh perusahaan dan diberikan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya sebagai imbalan atas kesediaan mereka menanamkan hartanya dalam perusahaan. Horne dan Wachowicz, (2007) menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak terpisahkan didalam keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen atau *dividend payout ratio* menunjukkan presentase yang dibagikan sebagai keuntungan dari laba yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham dan menentukan jumlah laba ditahan atau *retained earning* yang digunakan sebagai sumber pendanaan dalam perusahaan. Besarnya jumlah dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham ditentukan berdasarkan rapat umum pemegang saham. Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa pembagian dividen dilakukan hanya apabila perusahaan mendapatkan laba karena dividen diambil dari laba atau keuntungan perusahaan tersebut.

Profitabilitas

Daya tarik utama bagi pemilik perusahaan pemegang saham dalam suatu perseroan adalah profitabilitas. Dalam konteks ini, profitabilitas berarti hasil yang diperoleh melalui usaha manajemen atas dana yang diinvestasikan pemilik. Pemilik juga tertarik pada pembagian laba yang menjadi haknya yaitu, seberapa banyak yang diinvestasikan kembali dan seberapa banyak yang dibayarkan sebagai dividen kepada mereka. Akhirnya, pemilik juga berkepentingan dengan dampak hasil perusahaan terhadap nilai pasar investasi mereka, khususnya jika saham dijual kepada umum.

Profitabilitas sebagai salah satu acuan dalam mengukur besarnya laba menjadi begitu penting untuk mengetahui apakah perusahaan telah menjalankan usahanya secara efisien. Efisiensi sebuah usaha baru dapat diketahui setelah membandingkan laba yang diperoleh dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut. Profitabilitas dapat diartikan sebagai kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba yang berhubungan dengan penjualan, total aktiva, maupun hutang jangka panjang. Profitabilitas mencerminkan keuntungan dari investasi keuangan.

Free Cash Flow

Penjelasan utama mengapa perusahaan membayar dividen adalah hipotesis *free cash flow* yang menjelaskan dividen sebagai sarana untuk mengurangi *agency cost* pada aliran kas bebas (Michael C. Jensen, 1986). Hipotesis *free cash flow* berdasarkan pada adanya argumen konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Artinya, manajer bukan bertindak untuk kepentingan terbaik pemegang saham, tetapi manajer mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk mendapatkan keuntungan sendiri (Jensen & Meckling, 1976).

Investment Opportunity Set

Myers & Majluf (1984) merupakan orang yang pertama kali memperkenalkan istilah *investment opportunity set* (IOS) untuk menggambarkan

mengenai luasnya kesempatan investasi, menurutnya perusahaan merupakan kombinasi antara aktiva riil dan opsi investasi di masa depan yang mempunyai nilai bersih sekarang yang positif. Berdasarkan definisi tersebut bahwa pilihan investasi itu merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun sebagian perusahaan tidak dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa yang akan datang. Bagi perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut maka akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan yang hilang.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Profitabilitas terhadap *Dividend Payout Ratio*

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba sedangkan dividen merupakan sebagian dari laba perusahaan yang dapat dibagikan kepada pemegang saham (Janrosi, 2016). Apabila tingkat profitabilitas perusahaan tinggi, maka laba yang dihasilkan perusahaan akan semakin besar dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Namun, apabila tingkat profitabilitas perusahaan rendah, maka kemungkinan kecil bagi perusahaan untuk membagikan dividen (Darminto, 2008). Dengan demikian, peneliti dapat mengasumsikan bahwa profitabilitas memiliki keterkaitan dengan *dividend payout ratio*.

Nuringsih (2005) yang menyebutkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena laba yang peroleh perusahaan dialokasikan pada laba ditahan untuk biaya investasi sehingga membayar dividen menjadi rendah. Sehingga hipotesis yang dapat dikembangkan yaitu:

H1: Profitabilitas Berpengaruh negatif terhadap DPR

Moderasi *Free Cash Flow* terhadap Profitabilitas dengan *Dividend Payout Ratio*

Free cash flow merupakan kas yang berlebih di perusahaan yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen (Pradana & Sanjaya, 2017). Pembagian tersebut bisa dilakukan setelah perusahaan melakukan

pembelanaan modal (*capital expenditure*) seperti pembelian aset tetap secara tunai. *Free cash flow* sebagai variabel moderasi yang tinggi menjadi faktor penentu dalam pembayaran dividen. Artinya, perusahaan dengan cash flow yang tinggi cenderung digunakan untuk membayar dividen tetapi setelah melakukan *capital expenditure*. Hal sama juga dilakukan perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi, karena *capital expenditure* menggunakan dana dari *cash flow* maka profitabilitas akan digunakan untuk membayar dividen. Sehingga hipotesis kedua yang dapat dikembangkan adalah sebagai berikut:

H2: Moderasi *free cash flow* memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap *dividend payout ratio*.

Moderasi *Investment Opportunity Set* terhadap Profitabilitas dengan *Dividend Payout Ratio*

Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi sering dikatakan juga memiliki kesempatan investasi (IOS) tinggi. Hal ini memotivasi pihak manajerial untuk melakukan reinvestasi dalam jumlah besar. Untuk semakin meningkatkan pertumbuhan tersebut, perusahaan cenderung menggunakan dana yang berasal dari sumber internal (laba perusahaan) dibandingkan dengan sumber eksternal (penerbitan saham atau obligasi). Sumber dana internal lebih disukai untuk membiayai kegiatan reinvestasi karena dana tersebut memiliki risiko dan biaya yang lebih rendah. Hal ini dapat menyebabkan penurunan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham (Myers & Majluf, 1984).

Keputusan investasi dapat mempengaruhi tujuan perusahaan yakni dalam menghasilkan laba yang sebesar-besarnya atau memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang akan dihasilkan (dividen). Perusahaan dengan IOS yang tinggi cenderung lebih memilih untuk menghasilkan profitabilitas yang setinggi-tingginya karena untuk membiayai perusahaan dalam jangka panjang ketimbang membayar dividen. Sehingga hipotesis ketiga yang dapat dikembangkan adalah sebagai berikut:

H3: Moderasi *Investment opportunity set* memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap *dividend payout ratio*.

METODE PENELITIAN

Metode Analisis Data

Teknik analisis yang dipakai dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier sederhana dan MRA untuk mengetahui apakah ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen serta pengaruh variabel moderasi terhadap variabel independen dengan variabel dependen maka digunakan model regresi moderasi (*Moderat Regression Analysis*) yang dirumuskan sebagai berikut:

$$H1 : Y_{it} = \alpha + \beta_0 ROA_{it-1} + e$$

$$H2 : Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 FCF_{it-1} + \beta_3 ROA_{it-1} * FCF_{it-1} + e$$

$$H3 : Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 IOS_{it-1} + \beta_3 ROA_{it-1} * IOS_{it-1} + e$$

Definisi Operasional Variabel

a. *Dividend Payout Ratio*

Dividen payout ratio adalah rasio yang menunjukkan persentase setiap keuntungan yang diperoleh dan didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai. *Dividend payout ratio* dalam penelitian ini diukur sebagai dividen yang akan dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia kepada pemegang saham umum (Hartono, 2010). Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Dividend Payout Ratio = \frac{\text{Total Dividen}}{\text{Laba Bersih}}$$

b. **Profitabilitas (ROA)**

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu (Janrosl, 2016). sehingga memiliki pengaruh pada keputusan pembagian dividen. Dalam penelitian ini, variabel profitabilitas diukur dengan *return on assets* (ROA). Rasio ROA digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimiliki.

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Laba bersih setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

c. Free Cash Flow

Free cash flow merupakan kas yang berlebih di perusahaan yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. *Free cash flow* dalam penelitian ini diukur dengan nilai bersih kenaikan/penurunan arus kas dari aktivitas operasi perusahaan (*Cash Flow from Operations*) yang dikurangi dengan pembelian /investasi aset tetap secara tunai (*Capital Expenditure*). Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{Arus Kas dari Operasi} - \text{Belanja Modal}}{\text{Total Asset}}$$

d. Investment Opportunity Set

Investment Opportunity Set atau IOS adalah tersedianya beberapa alternatif investasi dimasa depan bagi suatu perusahaan yang diharapkan menghasilkan *return* investasi yang cukup besar di masa depan. *Investment opportunity set* dalam penelitian ini diproksikan dengan *market to book value of equity* (MVE/BVE). Rasio *market to book value of equity* dengan dasar pemikiran bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan dimasa depan lebih besar dari pada *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Rasio ini dihitung dengan cara membagi kapitalisasi pasar (harga saham dikalikan dengan jumlah lembar saham beredar) dengan total ekuitas (Hartono, 2010).

$$\text{MVE/BVE} = \frac{\text{Jumlah lembar saham beredar} \times \text{Harga Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Jenis Dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber dari laporan tahunan perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018. Data diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia (*Financial Report*).

Teknik Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dilakukan dalam penelitian ini dilakukan dengan beberapa cara berikut:

1. Dokumentasi, yaitu pengumpulan data yang tersedia pada objek penelitian, dalam hal ini dokumen laporan keuangan tahunan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2014-2018.
2. Studi pustaka dilakukan untuk melengkapi data yang diperoleh dari penelitian terdahulu. Data-data pelengkap tersebut diperoleh dari buku teks, jurnal-jurnal ilmiah, hasil penelitian terdahulu dan karya ilmiah lainnya yang relevan dengan permasalahan yang akan diteliti.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pengujian Hipotesis

Pembuatan persamaan regresi Sederhana dan MRA dapat dilakukan dengan menginterpretasikan angka-angka yang ada didalam *probabilitas* dan *coefficient* pada tabel dibawah:

Pengujian Hipotesis Pertama

Tabel 1
Estimasi Regresi Sederhana

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.527	0.078	6.706	0.000
ROA	-10.856	3.262	-3.327	0.001*
F-statistic	10.590			
Prob(F-statistic)	0.001			
Adjusted R-squared	0.150			

Sumber: Data Diolah, 2019

Berdasarkan perhitungan eviews pada Tabel 1 diperoleh persamaan regresi linier sederhana untuk menjawab hipotesis pertama sebagai berikut:

$$DPR = 0.527 - 10,856ROA + e$$

Hasil analisis regresi sederhana yang disajikan untuk variabel profitabilitas yang di proksikan dengan ROA memiliki koefisien regresi arah yang negatif yaitu sebesar -10,856 menggambarkan bahwa jika variabel profitabilitas sebesar 1 persen, maka akan menurunkan (karena tanda kurang) DPR sebesar 10,856. Artinya semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah tingkat pembagian dividen. Nilai t statistik sebesar -3,327 dengan probabilitas

sebesar 0,001 yang nilainya lebih kecil dari nilai kritisnya. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap DPR Sehingga hipotesis pertama diterima.

Pengujian Hipotesis Kedua

Tabel 2
Estimasi Regresi Moderasi

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.508	0.091	5.655	0.000
ROA	-9.547	3.891	-2.453	0.015**
FCF	0.204	0.572	0.356	0.723
MODERASI	-14.198	25.594	-0.554	0.581
F-statistic	4.109			
Prob(F-statistic)	0.010			
Adjusted R-squared	0.147			

Sumber : Data Diolah, 2019

Berdasarkan perhitungan eviews di atas diperoleh persamaan regresi moderasi untuk menjawab hipotesis kedua sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,508 - 9,547\text{ROA} + 0,204\text{FCF} - 14,198\text{MODERASI} + e$$

Dari persamaan pada pengujian hipotesis kedua, konstanta sebesar 0.508 menyatakan jika profitablitas dan aliran kas bebas konstan maka DPR adalah sebesar 0.508. Dari hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa koefisien regresi variabel moderat adalah -14,198 dimana menunjukkan setiap pengurangan variabel moderat FCF sebesar 0,01 atau 1 persen akan menurunkan DPR sebesar 14,198 dengan asumsi ROA tetap. Nilai t statistik variabel moderat sebesar -0,554 dengan probabilitas sebesar 0,581 yang nilainya lebih besar dari tingkat signifikansi 10 persen atau 0,10. Hasil ini menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak mempengaruhi hubungan profitablitas dengan DPR. Sehingga hipotesis kedua ditolak.

Hasil Pengujian Hipotesis Ketiga

Tabel 3
Estimasi Regresi Moderasi

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.537	0.093	5.768	0.000
ROA	-14.012	4.328	-3.237	0.002*
IOS	-0.002	0.034	-0.070	0.944
MODERASI	1.561	1.702	0.917	0.363
F-statistic	4.962			
Prob(F-statistic)	0.004			
Adjusted R-squared	0.180			

Sumber: Data Diolah, 2019

Berdasarkan perhitungan eviews pada Tabel 3 diperoleh persamaan regresi moderasi untuk menjawab hipotesis ketiga sebagai berikut:

$$DPR = 0,537 - 14,012ROA - 0,002IOS + 1,561MODERASI + e$$

Dari hasil perhitungan pada pengujian hipotesis ketiga konstanta sebesar 0.537 menyatakan jika profitabilitas dan aliran kas bebas konstan maka DPR adalah sebesar 0.508. Dari hasil perhitungan menunjukkan bahwa koefisien regresi variabel moderat adalah 1,561 dimana menunjukkan setiap kenaikan variabel moderat IOS sebesar 0,01 atau 1 persen akan meningkatkan DPR sebesar 1,561 dengan asumsi ROA tetap. Nilai t statistik variabel moderat sebesar 0,917 dengan probabilitas sebesar 0,363 yang nilainya lebih besar dari tingkat signifikansi 10 persen atau 0,10. Hasil ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh pada hubungan profitabilitas dengan DPR. Sehingga hipotesis ketiga ditolak.

Uji Statistik F (Simultan)

Berdasarkan Tabel 1, 2 dan 3 diperoleh nilai F-Statistik masing-masing regresi sebesar 10,590 dengan probabilitas sebesar 0.001, F-Statistik sebesar 4,109 dengan probabilitas sebesar 0,010, dan F-Statistik sebesar 4,62 dengan probabilitas sebesar 0,004 dengan tingkat signifikansi 0.05. Nilai probabilitas (F-Statistik) lebih kecil dari tingkat signifikansinya 0.05 berarti dapat disimpulkan

bahwa profitabilitas, moderasi *free cash flow*, dan moderasi *investment opportunity set* secara simultan (bersama-sama) tidak berpengaruh terhadap DPR.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Berdasarkan tabel uji hipotesis diperoleh nilai *Adjusted R-Squared* sebesar 0,150 pada regresi pertama, 0,147 pada regresi kedua 0,180 pada regresi ketiga, ini memperlihatkan bahwa dalam variasi variabel independen dan moderasi sebesar 0,477 atau 47,7 persen. Sedangkan selisihnya 52,3 persen dijelaskan oleh variabel lain diluar variabel yang dipilih.

PEMBAHASAN

Pengaruh Profitabilitas (ROA) terhadap *Dividend Payout Ratio*

Variabel profitabilitas yang diproksikan dengan ROA berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini didukung dengan penelitian (Nuringsih, 2005) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Pada kondisi ini perusahaan menghadapi profitabilitas rendah sehingga untuk menjaga reputasi perusahaan membayar dividen besar. Dengan mempertahankan dividen, pihak investor memperkirakan profitabilitas yang tinggi walaupun pada kenyataannya belum tentu memiliki profitabilitas yang tinggi. Perilaku pembayaran dividen ini juga didukung oleh preferensi yang menyukai dividen besar. Sebaliknya, pada perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung membayar dividen rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan akan mengalokasikan keuntungan pada laba ditahan untuk kepentingan ekspansi dimasa mendatang sesuai dengan ketentuan Bank Indonesia yang mengacu kepada UU No. 10 Tahun 1998 tentang perubahan atas UU No. 7 Tahun 1992 tentang Perbankan. Undang-undang tersebut menetapkan bahwa bank wajib memelihara tingkat kesehatan bank dan wajib melakukan kegiatan usaha sesuai dengan prinsip kehati-hatian (*prudential banking*).

Moderasi *Free Cash Flow* Memperkuat Hubungan Profitabilitas dengan *Dividend Payout Ratio*

Variabel *free cash flow* atau FCF tidak memiliki pengaruh terhadap DPR. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Pradana & Sanjaya (2017) yang menemukan bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap DPR. Probabilitas moderasi FCF menunjukkan nilai yang lebih besar dari tingkat signifikansi. Hasil ini menunjukkan bahwa moderasi FCF tidak memiliki pengaruh terhadap hubungan profitabilitas dengan DPR. Sehingga dapat dikatakan FCF bukan variabel pemoderasi hubungan profitabilitas dengan DPR yang berarti hipotesis awal bahwa aliran kas memperkuat pengaruh profitabilitas terhadap *dividend payout ratio* di tolak.

Menurut Pradana & Sanjaya (2017) dalam kondisi aliran kas bebas dan profitabilitas yang tinggi, perusahaan bisa saja menahan pembagian dividen. Kemungkinan yang terjadi yaitu perusahaan perbankan memanfaatkan aliran kas bebas yang tinggi untuk menjaga kecukupan modal (*capital adequacy*) dan profitabilitas sebagai laba ditahan untuk kepentingan ekspansi dimasa mendatang sesuai dengan ketentuan Bank Indonesia. Hal ini mengacu kepada UU No. 10 Tahun 1998 tentang perubahan atas UU No. 7 Tahun 1992 tentang Perbankan. Undang-undang tersebut menetapkan bahwa bank wajib memelihara tingkat kesehatan bank dan wajib melakukan kegiatan usaha sesuai dengan prinsip kehati-hatian (*prudential banking*). Dengan demikian, pembagian jumlah dividen atas laba yang diperoleh perusahaan tidak mampu dipengaruhi oleh besarnya persentase atas jumlah aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan.

Moderasi *Investment Opportunity Set* Memperlemah Hubungan Profitabilitas dengan *Dividend Payout Ratio*

Variabel *investment opportunity set* atau IOS tidak berpengaruh terhadap DPR. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Pradana & Sanjaya (2017) yang menemukan bahwa *investment opportunity set* tidak memiliki pengaruh terhadap DPR. Probabilitas moderasi IOS menunjukkan nilai yang lebih besar dari tingkat signifikansi. Hasil ini menunjukkan bahwa IOS tidak memiliki pengaruh

terhadap hubungan profitabilitas dengan DPR yang berarti hipotesis awal bahwa *investment opportunity set* memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap *dividend payout ratio* ditolak.

Variabel *investment opportunity set* menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada hubungan profitabilitas dan *dividen payout ratio*. Hal ini dikarenakan terdapat faktor lain yang dapat menimbulkan dampak seperti ini. Faktor tersebut adalah adanya wewenang yang hampir mutlak pada rapat umum pemegang saham (RUPS). Wewenang RUPS tersebut membuat pemegang saham mayoritas atau pengendali memiliki posisi kuat dalam menentukan berbagai keputusan (Pradana & Sanjaya, 2017). ketika pemegang saham mayoritas menyatakan suara atas kebijakan dividen (dividen dibagi atau ditahan) atas laba yang diperoleh, pemegang saham minoritas atau non-pengendali pada RUPS hampir dipastikan mengikuti keputusan tersebut.

Wewenang RUPS semacam ini dapat mengakibatkan variabel IOS kurang mendapat perhatian dan menjadi tidak signifikan dalam penentuan kebijakan dividen tunai. Di samping itu, terjadi ekspropriasi oleh pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) sehingga dividen tidak dibagikan. Perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi memiliki pemegang saham pengendali (*controlling shareholder*) yang dapat mengendalikan manajemen atau bahkan menjadi bagian dari manajemen itu sendiri. Kondisi seperti ini dapat terjadi karena pemegang saham pengendali memiliki kontrol terhadap perusahaan melebihi hak aliran kasnya melalui mekanisme kepemilikan piramida atau lintas kepemilikan yang sering ditemui di Indonesia (La Porta et al., 1999).

SIMPULAN, KETERBATASAN, SARAN

Hasil dari penelitian memberikan kesimpulan sebagai berikut:

1. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap DPR. Artinya semakin tinggi laba yang dihasilkan akan dialokasikan pada laba ditahan untuk biaya investasi sehingga membayar dividen menjadi rendah.
2. Moderasi *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap hubungan profitabilitas dengan DPR. Artinya secara empiris variabel *free cash flow*

bukan pemoderator hubungan profitabilitas dengan DPR karena jumlah dividen yang akan dibayarkan atas laba yang diperoleh perusahaan tidak mampu dipengaruhi oleh besarnya persentase atas aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan.

3. Moderasi *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap hubungan profitabilitas terhadap DPR. Artinya secara empiris variabel *investment opportunity set* bukan pemoderator hubungan profitabilitas dengan DPR karena pada saat pemegang saham mayoritas menyatakan suara atas kebijakan dividen (dividen dibagi atau ditahan) atas laba yang diperoleh, pemegang saham minoritas atau non-pengendali pada RUPS hampir dipastikan mengikuti keputusan tersebut.

Adapun beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, diantaranya sebagai berikut:

1. Penelitian yang dilakukan hanya tiga variabel yaitu, profitabilitas, *free cash flow*, dan *investment opportunity set*. Peneliti sadar bahwa masih banyak variabel lain yang juga ikut berperan dalam mempengaruhi DPR.
2. Penelitian ini hanya menggunakan salah satu proksi *investment opportunity set* (IOS) yang berbasis harga yaitu dengan menggunakan *ratio market to book value equity* (MVE/BVE)
3. *Sample* perusahaan dalam penelitian ini hanya mencakup perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI pada periode 2014-2018.
4. Rendahnya tingkat koefisien determinasi yaitu dibawah 50%.

Dengan mempertimbangkan keterbatasan sebelumnya, peneliti mencoba memberikan saran untuk peneliti selanjutnya agar:

1. Penelitian selanjutnya lebih diperluas objek penelitian, menambahkan cakupan jumlah sampel, sehingga hasil yang diperoleh akan lebih menjelaskan gambaran kondisi yang sesungguhnya.
2. Perlu pengembangan variabel independen dan variabel moderasi lain pada pengujian mendatang untuk meminimalkan adanya pengaruh variabel lain dalam penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Anandarajan, A., & Hasan, I. (2010). Value relevance of earnings: Evidence from Middle Eastern and North African Countries. *Advances in Accounting*.
<https://doi.org/10.1016/j.adiac.2010.08.007>
- Darminto. (2008). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, struktur modal, dan kepemilikan saham terhadap kebijakan dividen. *Jurnal Ilmu-Ilmu Sosial*.
- Dewi, S. C. (2008). Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*.
<https://jurnaltsm.id/index.php/JBA/article/view/252/228>
- Hartono, J. (2010). Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Edisi Sepuluh). In *Yogyakarta: BPFE*.
- Hery. (2015). pengantar akutansi. In *PT.Grasindo*.
- Horne, J.C. dan Wachowicz, J. M. (2007). Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan. In *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*.
<https://doi.org/10.4324/9781315641348>
- Janrosl, V. S. E. (2016). Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal EKOBISTEK Fakultas Ekonomi , Vol. 5, No. 1, April 2016*. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2013.07.003>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm Manajerial Behaviour, Agency Cost and Ownership. structure journal of Financial Economics 3, October 1976, Vol.3, No. 4, pp. 305-360. *Journal of Financial Economics*.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Michael C. Jensen. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and



Takeovers. *American Economic Review*.

Mulyono, B. (2009). Pengaruh Debt to Equity Ratio, Insider Ownership, Size dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen. *Tesis*.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

Nuringsih, K. (2005). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 2(2), 103–123. <https://doi.org/10.21002/jaki.2005.12>

Pradana, S. W. L., & Sanjaya, I. P. S. (2017). Dampak Profitabilitas, Aliran Kas Bebas, Dan Kesempatan Investasi Terhadap Pembayaran Dividen Perusahaan Perbankan. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 21(1). <https://doi.org/10.26905/jkdp.v21i1.1232>

Wulandari, N. E. (2011). Pengaruh Partisipasi Penyusunan Anggaran terhadap Kinerja Aparat Pemerintah Daerah: Kepuasan Kerja dan Komitmen Organisasi sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada Pemerintah Daerah Kabupaten Demak). *Skripsi*.