

ANALISIS PENGARUH FUNDAMENTAL DAN MAKRO EKONOMI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN RETURN ON ASSET SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN MANFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2012-2015

Ade Chandra¹⁾

Yulia Efni²⁾

Emrinaldi³⁾

¹⁾ Mahasiswa Program Pasca Sarjana Manajemen Universitas Riau

^{2,3)} Dosen Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Riau

Abstract. *The purpose of this study is to prove empirically the influence of cash position, debt to equity ratio, BI interest rate, inflation, exchange rate and Gross Domestic Product on dividend policy. And to prove empirically the influence of Return on Asset on dividend policy, the influence of cash position, debt to equity ratio, BI interest rate, inflation, exchange rate and Gross Domestic Product through return on asset to dividend policy. The population of this research is all companies engaged in manufacturing industries that go public in Indonesia Stock Exchange in 2012 until 2015 as many as 168 companies. To determine sample is using purposive sampling method. The sample that meets the criteria there are 43 companies. To analyse data is using path analysis method. The results show that cash position has a significant influence on dividen policy (DPR) in addition to the cash position also affect the dividen policy through ROA. Debt to equity ratio negatively affects dividen policy. Debt tot Equity Ratio affects dividen policy through ROA. Interest rates have no significant effect on dividen policy. Interest rates also have no effect on dividen policy through ROA. Inflation affects dividen policy but does not affect dividen policy through ROA. Exchange rate does not affect dividen policy. The exchange rate does not indirectly affect the dividen policy through ROA. Gross domestic product has an influence on dividen policy. Gross domestic product indirectly affects the dividen policy through ROA.*

Keywords: *Financial Performance, Macro Variables, Dividend Policy*

PENDAHULUAN

Kebijakan deviden perusahaan tergambar pada *dividen payout rasionya* yaitu persentase laba yang dibagikan dalam bentuk deviden tunai, artinya besar kecilnya *dividen payout ratio* akan mempengaruhi keputusan investasi para pemegang saham dan disisi lain berpengaruh pada kondisi keuangan perusahaan.

Fenomena yang terjadi pada tahun 2012-2015 adalah adanya kesulitan dalam pembayaran deviden

secara berkala dan stabil yang dialami oleh perusahaan. Pembayaran deviden secara konsisten hanya dapat dilakukan oleh industry tertentu. Walaupun hanya deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham mengalami perubahan setiap tahunnya atau fluktuasi, padahal pihak investor lebih menyukai saat memperoleh kembalian investasi berupa deviden yang stabil.

Beberapa variabel yang diduga mempengaruhi kebijakan deviden

dalam penelitian ini adalah *Cash Position*, *Debt to Equity Ratio*, Produk Domestik Bruto, Tingkat Suku Bunga BI, Inflasi, Kurs (nilai tukar rupiah) dengan menambahkan *Return on Asset* sebagai variabel intervening.

Cash position adalah jumlah kas yang ada diperusahaan, dana investasi atau bank yang dimiliki dalam suatu waktu tertentu. Oleh karena deviden merupakan *cash outflow*, maka makin kuatnya posisi kas atau likuiditas perusahaan berarti makin besar kemampuannya membayar deviden (Riyanto, 2007: 202). Penelitian Marlina dan Danica (2009) menyatakan bahwa *cash position* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan penelitian Nursalam (2012) menyatakan arus kas bersih tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Jika perusahaan memiliki jumlah kas yang cukup besar maka perusahaan akan mampu menghasilkan laba yang cukup besar sehingga pada akhirnya perusahaan mampu membayarkan dividen dengan nilai yang cukup besar kepada pemegang saham.

Debt to Equity Ratio yaitu rasio ini menggambarkan perbandingan utang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi seluruh kewajibannya. Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk deviden yang diterima karena kewajiban untuk membayar hutang lebih diutamakan daripada pembagian deviden. Penelitian Dewi (2008) menyatakan bahwa DER berpengaruh terhadap kebijakan dividen sedangkan

penelitian Marlina dan Danica (2009) menyatakan tidak berpengaruh.

Kaitan antara DER dan ROA sebagai variabel intervening dengan kebijakan dividen adalah apabila perusahaan mempunyai kebijakan pelunasan hutang dari dana sendiri yang berasal dari laba, maka perusahaan harus menahan sebagian besar pendapatannya untuk keperluan itu yang berarti akan dapat mengurangi jumlah laba (ROA) yang dapat dibagikan sebagai deviden.

Faktor makro ekonomi yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen diantaranya tingkat suku bunga, inflasi, kurs dan PDB. Faktor makro ekonomi secara empiris telah terbukti mempunyai pengaruh terhadap perkembangan investasi di beberapa negara (Tandelilin 2010; 164).

Tingkat suku bunga BI adalah tingkat bunga sesuai kebijakan yang mencerminkan sikap kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Jika suku bunga tinggi maka perusahaan yang memiliki jumlah hutang jangka pendek maupun jangka panjang akan dibebani oleh biaya bunga yang tinggi sehingga hal ini akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dengan demikian nilai ROA akan mengalami penurunan. Selanjutnya jika laba perusahaan kecil maka kemampuan perusahaan dalam membayar deviden juga akan menurun.

Penelitian (Damodaran dalam Hidayat, 2009) menyatakan bahwa tingkat bunga mempengaruhi keputusan deviden sedangkan penelitian Ardiyanti (2015) menyatakan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negative dan tidak

signifikan terhadap *dividen payout ratio*.

Faktor berikutnya adalah inflasi yaitu kecenderungan terjadinya peningkatan harga produk secara keseluruhan. Inflasi dapat meningkatkan pendapatan perusahaan, di satu sisi juga meningkatkan biaya operasional. Penelitian (Damodaran dalam Hidayat, 2009) menyatakan bahwa inflasi, mempengaruhi keputusan deviden sedangkan penelitian Ardiyanti (2015) menyatakan bahwa inflasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *dividen payout ratio*.

Inflasi yang tinggi juga akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan, sehingga laba bersih perusahaan akan mengalami penurunan demikian juga dengan tingkat Return on Asset perusahaan. Laba yang rendah akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam membayar dividen kepada pemilik saham.

Kemudian kurs valuta asing (nilai tukar rupiah) Penelitian (Damodaran dalam Hidayat, 2009) menyatakan bahwa kurs, mempengaruhi keputusan deviden sedangkan penelitian Ardiyanti (2015) menyatakan bahwa inflasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *dividen payout ratio*.

Kurs valuta asing berpengaruh terhadap perusahaan manufaktur terutama dalam pembelian bahan baku dan suku cadang mesin produksi yang dinilai dalam dollar, karena kurs yang tinggi menyebabkan perusahaan harus menanggung biaya produksi yang tinggi. Akibatnya tingkat keuntungan yang diraih menjadi

rendah sehingga nilai ROA yang diperoleh juga kecil, hal ini akan menyebabkan kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen juga mengalami penurunan.

Faktor lainnya adalah Produk Domestik Bruto (PDB) adalah ukuran produksi barang dan jasa total suatu negara. Meningkatnya PDB mempunyai pengaruh positif terhadap daya beli konsumen sehingga dapat meningkatkan permintaan produk perusahaan. Meningkatnya PDB merupakan sinyal yang baik untuk investasi dan sebaliknya. Penelitian Binastuti (2013) menemukan bahwa PDB berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Nilai PDB yang tinggi akan meningkatkan pendapatan perusahaan dengan demikian laba perusahaan juga akan mengalami peningkatan. Maka nilai ROA juga meningkat dan pada akhirnya kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen kepada para pemegang saham juga meningkat.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian Marlina dan Danica (2009) serta Binastuti (2013).

Persamaan dari penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah variabel dependen yang diteliti serta jenis perusahaan yaitu sektor manufaktur. Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah pada periode pengamatan dimana penelitian terdahulu menggunakan data selama periode 2004-2007 sedangkan penelitian ini pada periode 2012-2015. Selain itu penelitian ini juga menambahkan variabel independen sesuai saran dari Marlina dan Danica (2009) yaitu tingkat suku bunga,

inflasi, *gross domestic product* dan kurs rupiah terhadap dollar.

Penulis menambah variabel intervening yang diprosikan dengan *Return on Assets (ROA)* menunjukkan kemampuan modal yang diinvestasikan dalam total aktiva untuk menghasilkan laba perusahaan. Semakin tinggi *Return on Assets (ROA)* maka kemungkinan pembagian deviden juga semakin banyak (Sartono, 2008: 87).

Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan permasalahan sebagai berikut: 1) Apakah *cash position*, *debt to equity ratio*, tingkat suku bunga BI, inflasi, kurs (nilai tukar rupiah), Produk Domestik Bruto, dan *Return on Asset* berpengaruh terhadap kebijakan deviden? 2) Apakah *cash position*, *debt to equity ratio*, tingkat suku bunga BI, inflasi, kurs (nilai tukar rupiah) dan Produk Domestik Bruto melalui *return on asset* berpengaruh terhadap kebijakan deviden?

TELAAH PUSTAKA

Pengaruh *Cash Position* terhadap Kebijakan Dividen

Cash position adalah jumlah kas yang ada diperusahaan, dana investasi atau bank yang dimiliki dalam suatu waktu tertentu. Posisi kas merupakan salah satu rasio likuiditas yang merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Oleh karena deviden merupakan *cash outflow*, maka makin kuatnya posisi kas atau likuiditas perusahaan berarti makin besar kemampuannya membayar deviden (Riyanto, 2007: 202).

Cash position suatu perusahaan merupakan faktor yang penting yang harus dipertimbangkan, sebelum

membuat keputusan untuk menentukan besarnya deviden yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Pembayaran deviden merupakan arus kas keluar, sehingga semakin kuat *cash position* perusahaan, berarti semakin besar kemampuannya untuk membayar deviden. Penelitian Marlina dan Danica (2009) menyatakan bahwa *cash position* berpengaruh terhadap kebijakan deviden. Begitu juga penelitian Ardiyanti (2015) menyatakan arus kas bersih berpengaruh terhadap kebijakan deviden.

Pengaruh *Debt to Equity Ratio* terhadap Kebijakan Dividen

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan rasio hutang terhadap modal. Sartono (2001: 66) menyatakan semakin tinggi *Debt to Equity Ratio* semakin berkurang kemampuan perusahaan membayar deviden sebaliknya semakin turun *Debt to Equity Ratio* semakin tinggi kemampuan perusahaan membayar deviden. Penelitian Dewi (2008) menyatakan bahwa *DER* berpengaruh terhadap kebijakan deviden.

Pengaruh Tingkat Suku Bunga BI terhadap Kebijakan Dividen

Tandelilin (2010) menyatakan bahwa tingkat bunga yang terlalu tinggi akan mempengaruhi nilai sekarang aliran kas perusahaan, sehingga kesempatan investasi yang ada tidak akan menarik lagi. Tingkat bunga yang tinggi akan menyebabkan biaya modal yang ditanggung perusahaan tinggi, disisi lain tingkat bunga tinggi menyebabkan *return* yang disyaratkan dari investor atas suatu saham akan meningkat.

Tingkat suku bunga SBI berdampak positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut menunjukkan bahwa ketika tingkat suku bunga SBI meningkat maka jumlah pembayaran dividen kepada para pemegang saham juga meningkat. Disamping itu peningkatan suku bunga SBI tidak terlalu tinggi sehingga dengan meningkatkan pembayaran dividen maka diharapkan investor atau pemegang saham tidak akan beralih ke sektor perbankan.

Penelitian Jeong (2011) juga menyimpulkan pergerakan suku bunga berdampak positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen ketika masih diatur pemerintah. Pertumbuhan aset tidak berdampak terhadap nilai perusahaan. Penelitian (Damodaran dalam Hidayat, 2009) menyatakan bahwa tingkat bunga mempengaruhi keputusan dividen sedangkan penelitian Ardiyanti (2015) menyatakan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap *dividen payout ratio*.

Pengaruh Nilai Tukar Rupiah terhadap Kebijakan Dividen

Nilai tukar (kurs) merupakan jumlah atau nilai mata uang suatu Negara yang dibutuhkan untuk membeli satu unit mata uang Negara lain. Perubahan *exchange rate* juga akan mempengaruhi biaya operasional perusahaan, apalagi perusahaan yang memenuhi kebutuhan bahan bakunya dengan mengimport. Kenaikan *exchange rate* juga akan menaikkan biaya produksi perusahaan, sehingga akan menurunkan keuntungan perusahaan.

Menguatnya nilai rupiah menunjukkan bahwa perusahaan tidak

harus menyediakan dana yang cukup besar untuk membiayai operasional perusahaan, sehingga menaikkan keuntungan perusahaan. Keuntungan tinggi, menyebabkan bagian laba yang dibagi kepada pemegang saham menjadi besar. Perusahaan membagi jumlah dividen lebih pada saat keuntungan perusahaan naik, hal ini dilakukan perusahaan agar penilaian investor terhadap perusahaan tetap terjaga dengan adanya pembagian dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Sudiyanto (2010), meskipun hasilnya menyatakan bahwa *exchange rate* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, namun *exchange rate* memiliki hubungan yang positif dengan nilai perusahaan. Penelitian (Damodaran dalam Hidayat, 2009) menyatakan bahwa kurs, mempengaruhi *dividen payout ratio*.

Pengaruh Inflasi terhadap Kebijakan Dividen

Secara tidak langsung inflasi berpengaruh terhadap harga saham. Meningkatnya inflasi secara relatif adalah signal negatif bagi para investor. Terutama bagi perusahaan yang memiliki solvabilitas yang tinggi karena dapat mengurangi profit dan akhirnya harga saham pun akan turun. Selain itu tingginya tingkat inflasi pada tahun tersebut juga dipicu oleh adanya ekspektasi dari masyarakat bahwa rupiah akan semakin terdepresiasi dimasa yang akan datang dan akibatnya tingkat harga akan terus naik (Hady, 2009). Penelitian yang dilakukan oleh Taringan (2009) yang menyimpulkan bahwa variabel tingkat inflasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap DPR.

Pengaruh Produk Domestik Bruto (PDB) terhadap Kebijakan Dividen

Meningkatnya PDB mempunyai pengaruh positif terhadap daya beli konsumen sehingga dapat meningkatkan permintaan produk perusahaan. Meningkatnya PDB merupakan sinyal yang baik untuk investasi dan sebaliknya. Meningkatnya PDB merupakan sinyal yang baik untuk investasi dan sebaliknya. Peningkatan permintaan produk perusahaan akan meningkatkan profit perusahaan yang pada akhirnya akan menaikkan jumlah dividen yang dibayarkan pada pemegang saham (Binastuti, 2013). Penelitian Binastuti (2013) menemukan bahwa GDP berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Return on Assets terhadap Kebijakan Dividen

Sartono (2001 : 122) menyatakan semakin tinggi Return On Asset maka kemungkinan pembagian dividen semakin besar. Dengan kata lain semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar kemampuan perusahaan membayar Dividen. Penelitian Marlina dan Danica (2009) serta penelitiannya antara dan Dana (2012) menyatakan bahwa Return on Asset berpengaruh terhadap Dividen Payout Ratio.

METODE PENELITIAN

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur yang go publik di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012 sampai dengan tahun 2015 sebanyak 168 perusahaan.

Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* yaitu penentuan sampel

yang dilakukan dengan pertimbangan-pertimbangan dan kriteria.

Berdasarkan kriteria perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria dan dapat dijadikan sebagai sampel hanya sebanyak 43 perusahaan.

Data yang diperlukan dalam penelitian ini yaitu data kuantitatif yang diperoleh dengan mendownload data dari www.idx.co.id. Jenis dan sumber data yang penulis teliti berupa data sekunder.

Sumber data yang digunakan adalah data sekunder berupa terbitan yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* berupa laporan keuangan perusahaan seperti Neraca, Laporan Rugi Laba, Laporan Arus Kas Tahun 2012-2015.

Defenisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Untuk lebih jelasnya berikut ini uraian tentang variabel penelitian:

1. Variabel Dependen (Y):

Kebijakan Dividen (Y)

Kebijakan Dividendiukur menggunakan *Dividen payout ratio* dihitung dengan membandingkan dividen kas per lembar saham terhadap laba yang diperoleh per lembar.

2. Variabel Independen (X):

a. Cash Position (X1)

Cash position adalah jumlah kas yang ada diperusahaan, dana investasi atau bank yang dimiliki dalam suatu waktu tertentu. *Cash position* dihitung berdasarkan perbandingan antara saldo kas akhir dengan laba bersih setelah pajak.

b. Debt to Equity Ratio (X2)

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan rasio hutang terhadap modal sendiri. Rasio ini mengukur

seberapa besar perusahaan dibiayai oleh hutang dibanding dengan modal sendiri.

- c. Tingkat suku bunga BI (X3)
Tingkat suku bunga BI adalah tingkat suku bunga yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia pada akhir bulan sesuai keputusan dengan rapat dewan gubernur. Data diperoleh dari *www.bi.go.id*. Data yang digunakan adalah nilai rata-rata Suku Bunga BI per tahun selama periode amatan antara Tahun 2012-2015.
- d. Inflasi (X4)
Inflasi adalah proses kenaikan biaya-biaya atau pengeluaran akibat adanya kenaikan harga-harga umum barang-barang secara terus menerus dalam suatu periode tertentu.
- e. Nilai tukar rupiah (X5)
Nilai tukar rupiah adalah besarnya nilai rupiah untuk 1 US dollar. Data diperoleh dari *www.bi.go.id*. Nilai tukar rupiah dihitung berdasarkan rata-rata nilai tukar rupiah per tahun selama periode 2012-2015.
- f. Produk Domestik Bruto (PDB) (X6) merupakan jumlah produk berupa barang dan jasa yang dihasilkan oleh unit-unit produksi di dalam batas wilayah suatu negara (domestik) selama satu tahun.

Variabel Intervening

Return on Assets (ROA) dihitung berdasarkan perbandingan laba bersih setelah pajak terhadap total aktiva yang dimiliki perusahaan.

Analisis Data

1. Uji Normalitas Data

Untuk melihat normalitas data dalam penelitian ini dapat dilihat dari nilai uji *One Sample Kolmogorov-*

Smirnov dengan menggunakan taraf signifikansi lebih besar dari 5% atau 0,05. Adapun ketentuannya adalah data dinyatakan berdistribusi normal apabila memiliki nilai signifikansi > 0,05 (Sugiyono, 2012: 64).

2. Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Metode analisis yang digunakan adalah analisis jalur (*Path Analysis*).

Pengujian Hipotesis

Adapun statistik uji yang digunakan adalah sebagai berikut:

a. Uji Parsial (Uji-t)

Uji statistik t dilakukan untuk menunjukkan bermakna atau tidaknya pengaruh satu variabel eksogen secara parsial terhadap variabel endogen. Langkah pengujian hipotesis menggunakan uji statistik t adalah sebagai berikut:

Penetapan hipotesis

$H_0 : P_{Y1X1} = 0$, artinya ada pengaruh variabel eksogen terhadap variabel endogen

$H_0 \neq P_{Y1X1} \neq 0$, artinya tidak ada pengaruh variabel eksogen terhadap variabel endogen

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil Penelitian

4.1.1. Analisis Deskriptif

Variabel Dependen

Nilai DPR perusahaan manufaktur selama tahun 2012-2015, nilai tertinggi selama tahun pengamatan adalah 138,16 untuk emiten INDS pada tahun 2013 dan terendah 0. Untuk tahun 2012 nilai tertinggi adalah 111,6 untuk emiten INDS dan terendah 0 untuk AKPI, INKP dan ICBP. Untuk tahun 2013 nilai tertinggi adalah 138,16 untuk emiten INDS dan terendah 0 untuk

emiten ISSP dan BRNA. Tahun 2014 nilai tertinggi adalah 94,29 untuk emiten INTIP dan terendah 0 untuk emiten DVLA dan AISA, DLTA, JPFA dan DNPS. Tahun 2015 nilai tertinggi adalah 99,89 untuk emiten HMSP dan terendah 0 untuk emiten KIAS, BRNA, INDS.

Variabel Independen

Cash position perusahaan manufaktur selama tahun 2012-2015, nilai tertinggi selama tahun pengamatan adalah 2106,68 untuk emiten UNVR pada tahun 2012 dan terendah -289,9 pada tahun 2015 dengan emiten KIAS. Untuk tahun 2012 nilai tertinggi adalah 2106,68 untuk emiten UNVR dan terendah 18,14 untuk emiten TKIM. Untuk tahun 2013 nilai tertinggi adalah 2049,23 untuk emiten UNVR dan terendah -107,87 untuk emiten BRNA. Tahun 2014 nilai tertinggi adalah 1753,74 untuk emiten BATA dan terendah -59,7 untuk emiten IMAS. Tahun 2015 nilai tertinggi adalah 1658,92 untuk emiten BATA dan terendah -289,9 untuk emiten KIAS.

2. Debt to Equity Ratio (X2)

Nilai DER perusahaan manufaktur selama tahun 2012-2015, nilai tertinggi selama tahun pengamatan adalah 11,42 untuk emiten SCCO pada tahun 2012 dan terendah 0,09 pada tahun 2012 dengan emiten KIAS. Untuk tahun 2012 nilai tertinggi adalah 11,42 untuk emiten SCCO dan terendah 0,09 untuk emiten KIAS. Untuk tahun 2013 nilai tertinggi adalah 5,96 untuk emiten SCCO dan terendah 0,11 untuk emiten KIAS. Tahun 2014 nilai tertinggi adalah 8,31 untuk emiten SCCO dan terendah 0,11 untuk

emiten KIAS. Tahun 2015 nilai tertinggi adalah 7,68 untuk emiten SCCO dan terendah 0,14 untuk emiten DPNS.

3. Tingkat Suku Bunga Bank Indonesia (X3)

Nilai Suku Bunga BI selama tahun 2012-2015, nilai tertinggi selama tahun pengamatan adalah 7,54 pada tahun 2014 dan terendah 5,77 pada tahun 2012.

4. Tingkat Inflasi di Indonesia (X4)

Nilai inflasi di Indonesia selama tahun 2012-2015, nilai tertinggi selama tahun pengamatan adalah 6,97 pada tahun 2013 dan terendah 4,28 pada tahun 2012.

5. Kurs Rupiah terhadap Dollar AS (X5)

Nilai kurs rupiah terhadap dollar AS selama tahun 2012-2015, nilai tertinggi selama tahun pengamatan adalah 13.391,97 pada tahun 2015 dan terendah 9380,39 pada tahun 2012.

6. Product Domestik Bruto (X6)

Nilai PDB Indonesia selama tahun 2012-2015, nilai tertinggi selama tahun pengamatan adalah 6,23 pada tahun 2012 dan terendah 4,79 pada tahun 2015.

Variabel Intervening (ROA)

Nilai ROA perusahaan manufaktur selama tahun 2012-2015, nilai tertinggi selama tahun pengamatan adalah 74,84 untuk emiten DPNS pada tahun 2015 dan terendah -7,71 pada tahun 2015 dengan emiten KIAS. Untuk tahun 2012 nilai tertinggi adalah 40,38 untuk emiten UNVR dan terendah 0,75 untuk emiten INKP. Untuk tahun 2013 nilai tertinggi adalah 74,84

untuk emiten DPNS dan terendah -1,09 untuk emiten BRNA. Tahun 2014 nilai tertinggi adalah 40,18 untuk emiten UNVR dan terendah -0,29 untuk emiten IMAS. Tahun 2015 nilai tertinggi adalah 38,72 untuk emiten MLBI dan terendah -7,71 untuk emiten KIAS.

Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas data menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test* dengan membandingkan *Asymptotic Significance* $\alpha = 5\%$.

Dari hasil pengujian Kolmogorov-Smirnov pada table 4.10 besarnya nilai signifikan dari variabel yang diteliti adalah 0,000, maka seluruh variabel memiliki nilai signifikansi di bawah $\alpha = 0.05$ yang artinya bahwa variabel-variabel tersebut tidak terdistribusi dengan normal. Untuk itu dilakukan transformasi data dengan cara menghitung nilai Log Linier (Ln) masing-masing variabel.

Dari hasil pengujian Kolmogorov-Smirnov besarnya nilai signifikan dari variabel yang diteliti untuk CP sebesar 0,064, DER sebesar 0,974, Inflasi sebesar 0,251, SBI sebesar 0,142, Kurs sebesar 0,082, PDB sebesar 0,142 dan ROA sebesar 0,074 dan DPR sebesar 0,060, artinya seluruh variabel memiliki nilai signifikansi di bawah $\alpha = 0.05$ yang artinya bahwa variabel-variabel tersebut telah terdistribusi dengan normal.

Hasil Path Analysis (Analisis Jalur)

1. Hasil Regresi Persamaan Struktur I

Hasil analisis jalur persamaan struktur I dilakukan dengan metode enter. Untuk model analisis jalur hipotesis pertama hingga ketiga dapat

dilihat persamaan regresi pada hipotesis pertama dapat ditemukan sebagai berikut :

$$Y_1 = 1,319 + 0,511X_1 - 0,433X_2 + 0,074X_3 + 0,044X_4 - 1,212X_5 + 1,276X_6$$

Hasil analisis jalur berikutnya pada *path analysis* dengan model dekomposisi berikutnya adalah mengamati hubungan variabel independen CP, DER, SBI, Inflasi, Kurs dan PDB terhadap ROA. Perhitungan persamaan struktur II dilakukan dengan metode enter.

Hasil persamaan regresi pada persamaan struktur II dapat ditemukan sebagai berikut :

$$Y_1 = -2,279 + 0,393X_1 - 0,291X_2 + 0,086X_3 + 0,119X_4 - 0,345X_5 + 0,657X_6 - 0,102Y_2$$

Hasil analisis jalur berikutnya pada *path analysis* dengan model dekomposisi berikutnya adalah mengamati hubungan variabel independen CP, DER, SBI, Inflasi, Kurs, PDB, ROA terhadap DPR. Perhitungan persamaan struktur II dilakukan dengan metode enter.

Hasil analisis jalur berikutnya pada *path analysis* dengan model dekomposisi berikutnya adalah mengamati hubungan variabel independen CP, DER, Suku Bunga, Inflasi, Kurs, PDB dan ROA terhadap Kebijakan Dividen (DPR). Perhitungan persamaan struktur II dilakukan dengan metode enter.

2. Koefisien Determinasi Total

Persamaan jalur sebagai berikut:

Persamaan I

$$Y_1 = \rho_{X_1Y_1}X_1 + \rho_{X_2Y_1}X_2 + \rho_{X_3Y_1}X_3 + \rho_{X_4Y_1}X_4 + \rho_{X_5Y_1}X_5 + \rho_{X_6Y_1}X_6 + \varepsilon_1$$

$$R^2 = 0,219$$

$$Y_1 = 0,511X_1 - 0,433X_2 + 0,074X_3 + 0,044X_4 - 1,272X_5 + 1,276X_6 + 0,219$$

Persamaan II

$$Y_2 = \rho_{X_1Y_2}X_1 + \rho_{X_2Y_2}X_2 + \rho_{X_3Y_2}X_3 + \rho_{X_4Y_2}X_4 + \rho_{X_5Y_2}X_5 + \rho_{X_6Y_2}X_6 + \rho Y_2Y_1$$

$$R^2 = 0,585$$

$$Y_2 = 0,393X_1 - 0,291X_2 - 0,086X_3 + 0,119X_4 - 0,345X_5 + 0,657X_6 - 0,102Y_1 + 0,585$$

Koefisien determinasi total adalah total keragaman yang dapat dijelaskan oleh model. Total keragaman tersebut dapat dihitung dengan formula sebagai berikut:

$$\begin{aligned} R^2_m &= 1 - (1 - R^2_1) (1 - R^2_2) \\ &= 1 - (1 - 0,219) (1 - 0,585) \\ &= 1 - (0,781) (0,415) \\ &= 1 - 0,324 = 0,676 = 67,6\% \end{aligned}$$

Didapatkan koefisien determinasi total sebesar 67,6% artinya keragaman data yang dapat dijelaskan oleh model dalam penelitian ini adalah sebesar 67,6% atau dengan kata lain informasi yang terkandung dalam data 67,6% dapat dijelaskan oleh model tersebut, sedangkan sisanya 32,4% dijelaskan oleh variabel lain yang belum terdapat dalam model dan error.

5. Hasil Pengujian Hipotesis

5.1. Pengaruh Langsung CP, DER, SBI, Inflasi, dan Kurs terhadap DPR

5.1.1. Pengujian Hipotesis 1: Pengaruh CP terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh CP terhadap DPR diperoleh angka t-hitung (4,318) > t-tabel (2,013) dan nilai signifikansi $0,000 < \alpha = 0,05$ (5%) maka dapat disimpulkan bahwa H_1 diterima, artinya bahwa CP berpengaruh terhadap DPR perusahaan manufaktur.

5.1.2. Pengujian Hipotesis 2: Pengaruh DER terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh DER terhadap DPR diperoleh angka t-hitung (-2,909) > t-tabel (2,013) dan nilai signifikansi $0,004 < \alpha = 0,05$ (5%) maka dapat disimpulkan bahwa H_2 diterima, artinya dapat disimpulkan bahwa DER berpengaruh terhadap DPR perusahaan manufaktur.

5.1.3. Pengujian Hipotesis 3: Pengaruh SBI terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh SBI terhadap DPR diperoleh angka t-hitung (-0,348) < t-tabel (2,013) dan nilai signifikansi $0,728 > \alpha = 0,05$ (5%) dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_3 ditolak, maka dapat disimpulkan bahwa suku bunga tidak berpengaruh terhadap DPR perusahaan manufaktur.

5.1.4. Pengujian Hipotesis 4: Pengaruh Inflasi terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh inflasi terhadap ROA diperoleh angka t-hitung (2,814) > t-tabel (2,013) dan nilai signifikansi $0,017 < \alpha = 0,05$ (5%) dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_4 diterima, maka dapat disimpulkan bahwa inflasi berpengaruh terhadap ROA perusahaan manufaktur.

5.1.5. Pengujian Hipotesis 5: Pengaruh Kurs terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh Kurs terhadap DPR diperoleh angka t-hitung (-1,037) < t-tabel (2,013) dan nilai signifikansi $0,301 > \alpha = 0,05$ (5%) dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_5 ditolak, maka dapat disimpulkan bahwa Kurs tidak berpengaruh terhadap DPR perusahaan manufaktur.

5.1.6. Pengujian Hipotesis 6: Pengaruh PDB terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh PDB terhadap DPR diperoleh angka t-hitung (2,194) > t-tabel (2,013) dan nilai signifikansi $0,030 < \alpha = 0,05$ (5%) dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_6 diterima, maka dapat disimpulkan bahwa PDB berpengaruh terhadap DPR perusahaan manufaktur.

5.1.7. Pengujian Hipotesis 7: Pengaruh ROA terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh ROA terhadap DPR diperoleh angka t-hitung (-2,957) > t-tabel (2,013) dan nilai signifikansi $0,040 < \alpha = 0,05$ (5%) dengan demikian dapat disimpulkan bahwa H_7 diterima, maka dapat disimpulkan bahwa ROA berpengaruh terhadap DPR perusahaan manufaktur.

5.2. Pengaruh Cash Position, Debt to Equity Ratio, Suku Bunga BI, Inlfasi dan Kurs Melalui ROA terhadap DPR

5.2.1. Pengujian Hipotesis 8: Cash Position Melalui ROA terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian besarnya pengaruh Cash Position terhadap ROA adalah sebesar 0,409 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,000, karena nilai signifikansi $< 0,05$ maka jalur tersebut signifikan. Kemudian besarnya pengaruh ROA terhadap DPR adalah sebesar 0,140 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,040, karena nilai signifikansi $< 0,05$ maka jalur tersebut signifikan. Sehingga hipotesis yang menyatakan Cash Position memiliki pengaruh tidak

langsung terhadap DPR melalui ROA terbukti kebenarannya.

5.2.2. Pengujian Hipotesis 9: Pengaruh *Debt to Equity Ratio* Melalui ROA terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian besarnya pengaruh DER terhadap ROA adalah sebesar -0,517 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,000, karena nilai signifikansi $< 0,05$ maka jalur tersebut signifikan. Kemudian besarnya pengaruh ROA terhadap DPR adalah sebesar -0,140 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,040, karena nilai signifikansi $< 0,05$ maka jalur tersebut signifikan. Sehingga hipotesis yang menyatakan DER memiliki pengaruh tidak langsung terhadap DPR melalui ROA terbukti kebenarannya.

5.2.3. Pengujian Hipotesis 10: Pengaruh SBI Melalui ROA terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian besarnya pengaruh Suku bunga terhadap ROA adalah sebesar 0,039 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,678, karena nilai signifikansi $> 0,05$ maka jalur tersebut tidak signifikan. Kemudian besarnya pengaruh ROA terhadap DPR adalah sebesar -0,140 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,040, karena nilai signifikansi $< 0,05$ maka jalur tersebut signifikan. Sehingga hipotesis yang menyatakan suku bunga memiliki pengaruh tidak langsung terhadap DPR melalui ROA tidak terbukti kebenarannya.

5.2.4 Pengujian Hipotesis 11:
Pengaruh Inflasi melalui ROA terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian besarnya pengaruh inflasi terhadap ROA adalah sebesar 0,170 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,569, karena nilai signifikansi $> 0,05$ maka jalur tersebut tidak signifikan. Kemudian besarnya pengaruh ROA terhadap DPR adalah sebesar -0,140 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,040, karena nilai signifikansi $< 0,05$ maka jalur tersebut signifikan. Sehingga hipotesis yang menyatakan inflasi memiliki pengaruh tidak langsung terhadap DPR melalui ROA tidak terbukti kebenarannya.

5.2.5. Pengujian Hipotesis 12:
Pengaruh Kurs melalui ROA terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian besarnya pengaruh inflasi terhadap ROA adalah sebesar -0,744 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,000, karena nilai signifikansi $< 0,05$ maka jalur tersebut signifikan. Kemudian besarnya pengaruh ROA terhadap DPR adalah sebesar -0,140 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,040, karena nilai signifikansi $< 0,05$ maka jalur tersebut signifikan. Sehingga hipotesis yang menyatakan kurs memiliki pengaruh tidak langsung terhadap DPR melalui ROA terbukti kebenarannya.

5.2.6. Pengujian Hipotesis 13:
Pengaruh Produk Domestik Bruto melalui ROA terhadap DPR

Berdasarkan hasil penelitian besarnya pengaruh inflasi terhadap

produk domestik bruto adalah sebesar 0,798 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,000, karena nilai signifikansi $< 0,05$ maka jalur tersebut signifikan. Kemudian besarnya pengaruh ROA terhadap DPR adalah sebesar -0,140 sedangkan nilai signifikansinya sebesar 0,040, karena nilai signifikansi $< 0,05$ maka jalur tersebut signifikan pada taraf kesalahan 5%. Sehingga hipotesis yang menyatakan produk domestik bruto memiliki pengaruh tidak langsung terhadap DPR melalui ROA terbukti kebenarannya.

2. Pembahasan

Pengaruh Langsung *Cash Position* terhadap DPR (H1)

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh *cash position* terhadap DPR diperoleh hasil H_1 diterima, maka *Cash Position* berpengaruh terhadap DPR perusahaan. *Cash position* (posisi kas) atau likuiditas dari suatu perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya deviden yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Oleh karena deviden merupakan *cash outflow*, maka makin kuatnya posisi kas atau likuiditas perusahaan berartimakin besar kemampuannya membayar deviden (Riyanto, 2007: 202).

Temuan ini sejalan dengan teori *Residual Dividend Policy* bahwa deviden yang dibayarkan merupakan sisa dari laba perusahaan setelah dikurangkan dengan yang dibayarkan

untuk membiayai perencanaan modal perusahaan (Weston dan Brigham, 2009;118). Artinya, perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan.

Sudarsi (2000,4) yang menyatakan dividen merupakan *cash out flow* tentu saja memerlukan posisi kas yang kuat sehingga mampu membayar dividen. Hal ini tentu dapat di mengerti sebab pembayaran Dividen tunai merupakan arus kas keluar yang tentu saja memerlukan tersedianya kas yang cukup atau posisi likuiditas harus terjaga sehingga walaupun perusahaan memperoleh laba yang tinggi dan beban hutang beserta bunga yang rendah namun jika tidak didukung oleh posisi cash yang kuat maka kemampuan pembayaran dividennya rendah. Oleh sebab itu pihak manajemen dituntut untuk tetap mengelola kasnya atau aktiva-aktiva yang setara dengan kas secara benar sehingga likuiditas perusahaan tidak terganggu.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian Marlina dan Danica (2009) menyatakan bahwa *cash position* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Begitu juga penelitian Ardiyanti (2015) menyatakan arus kas bersih berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Langsung *Debt to Equity Ratio* terhadap DPR (H2)

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh DER terhadap DPR diperoleh hasil bahwa H₂ diterima, maka dapat disimpulkan bahwa DER berpengaruh terhadap DPR perusahaan. Sartono (2001: 66)

menyatakan semakin tinggi *Debt to Equity Ratio* semakin berkurang kemampuan perusahaan membayar dividen sebaliknya semakin turun *Debt to Equity Ratio* semakin tinggi kemampuan perusahaan membayar dividen. Pembagian deviden dalam perusahaan juga dipengaruhi oleh hutang. Apabila perusahaan memperoleh hutang baru untuk membiayai perluasan perusahaan, maka sebelumnya perusahaan harus sudah lebih dahulu merencanakan bagaimana caranya untuk membayar kembali hutang tersebut.

Temuan ini sejalan dengan *Pecking Order Hypothesis (POH)* oleh Meyrs dan Majluf dalam Wirjono (2003) yang menyatakan bahwa perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Kecukupan dana internal dapat dilihat dari besarnya laba, laba ditahan, atau arus kas. Apabila dana eksternal dibutuhkan, maka perusahaan lebih mengutamakan penggunaan utang daripada ekuitas. Ide dasar POH sangat sederhana, yaitu perusahaan membutuhkan dana eksternal hanya apabila dana internal tidak cukup dan sumber dana eksternal yang lebih diutamakan adalah utang daripada emisi saham.

Apabila perusahaan mempunyai kebijakan pelunasan hutang dari dana sendiri yang berasal dari keuntungan, maka perusahaan harus menahan sebagian besar pendapatannya untuk keperluan itu yang berarti akan dapat mengurangi jumlah laba yang dapat dibagikan sebagai dividen.

Semakin besar rasio ini menunjukkan semakin besar kewajibannya dan rasio yang semakin rendah akan menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan

memenuhi kewajibannya. Apabila perusahaan menentukan bahwa pelunasan utangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besardari pendapatannya untuk keperluan tersebut, yang ini berarti berarti hanya sebagian kecil saja yang pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai dividen (Riyanto 2009:267). Penelitian Dewi (2008) menyatakan bahwa DER berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Langsung Suku Bunga terhadap DPR (H3)

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh suku bunga terhadap DPR diperoleh hasil bahwa H₃ ditolak, maka dapat disimpulkan bahwa suku bunga tidak berpengaruh terhadap DPR perusahaan.

Tingkat suku bunga BI adalah suku bunga yang mencerminkan sikap kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. Tandelilin (2010;186) menyatakan bahwa tingkat bunga yang terlalu tinggi akan mempengaruhi nilai sekarang aliran kas perusahaan, sehingga kesempatan investasi yang ada tidak akan menarik lagi. Tingkat bunga yang tinggi akan menyebabkan biaya modal yang ditanggung perusahaan tinggi, disisi lain tingkat bunga tinggi menyebabkan *return* yang disyaratkan dari investor atas suatu saham akan meningkat.

Investasi melalui pasar modal selain memberikan hasil, juga mengandung resiko. Besar kecilnya resiko di pasar modal sangat di pengaruhi oleh keadaan negara khususnya di bidang ekonomi, politik dan sosial. beberapa faktor yang mempengaruhi dividen adalah

Profitabilitas, Tingkat suku bunga SBI, inflasi dan nilai tukar. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh tingkat bunga SBI, terhadap naik turunnya dividen. Tingkat bunga SBI adalah Variabel yang paling dominan berpengaruh terhadap dividen (Riyanto, 2009).

Penelitian Jeong (2011) juga menyimpulkan pergerakan suku bunga berdampak positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen ketika masih diatur pemerintah. Pertumbuhan aset tidak berdampak terhadap nilai perusahaan. Penelitian (Damodaran *dalam* Hidayat, 2009) menyatakan bahwa tingkat bunga mempengaruhi keputusan dividen sedangkan penelitian Ardiyanti (2015) menyatakan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negative dan tidak signifikan terhadap *dividen payout ratio*.

Pengaruh Kurs terhadap DPR (H4)

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh suku bunga terhadap DPR diperoleh hasil bahwa H₄ ditolak, maka dapat disimpulkan bahwa kurs tidak berpengaruh terhadap DPR perusahaan. Kaitan antara nilai tukar rupiah (kurs) dengan kebijakan deividen adalah ; nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing sangat berpengaruh terhadap operasional perusahaan. Menguatnya kurs rupiah terhadap dolar Amerika berarti terjadi peningkatan nilai mata uang rupiah terhadap dolar Amerika, hal ini menyebabkan biaya produksi pada perusahaan yang menggunakan barang impor menurun. Menguatnya nilai rupiah menunjukkan bahwa perusahaan tidak harus menyediakan dana yang cukup besar untuk membiayai operasional perusahaan,

sehingga menaikkan keuntungan perusahaan. Keuntungan tinggi, menyebabkan bagian laba yang dibagi kepada pemegang saham menjadi besar. Perusahaan membagi jumlah dividen lebih pada saat keuntungan perusahaan naik, hal ini dilakukan perusahaan agar penilaian investor terhadap perusahaan tetap terjaga dengan adanya pembagian dividen. Menguatnya nilai rupiah menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan keuntungan, sehingga bagian laba yang dapat dibagi kepada pemegang saham besar.

Penelitian yang dilakukan oleh Sudyanto (2010), meskipun hasilnya menyatakan bahwa exchange rate tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, namun exchange rate memiliki hubungan yang positif dengan nilai perusahaan. Penelitian (Damodaran dalam Hidayat, 2009) menyatakan bahwa kurs, mempengaruhi *dividen payout ratio*.

Pengaruh Langsung Inflasi terhadap DPR (H5)

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh inflasi terhadap DPR diperoleh hasil bahwa H₅ diterima, maka dapat disimpulkan bahwa inflasi berpengaruh terhadap DPR perusahaan.

Inflasi tinggi dapat mengurangi tingkat pendapatan riil yang diterima investor dari investasinya. Inflasi dapat meningkatkan pendapatan perusahaan, di satu sisi juga meningkatkan biaya operasional. Jika peningkatan biaya produksi lebih tinggi dari peningkatan harga yang dinikmati, maka keuntungan perusahaan akan menurun (Hady, 2009).

Secara tidak langsung inflasi berpengaruh terhadap harga saham. Meningkatnya inflasi secara relatif adalah signal negatif bagi para investor. Terutama bagi perusahaan yang memiliki solvabilitas yang tinggi karena dapat mengurangi profit dan akhirnya harga saham pun akan turun. Selain itu tingginya tingkat inflasi pada tahun tersebut juga dipicu oleh adanya ekspektasi dari masyarakat bahwa rupiah akan semakin terdepresiasi dimasa yang akan datang dan akibatnya tingkat harga akan terus naik (Hady, 2009).

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sudyanto (2010) menyatakan bahwa fundamental makro memiliki pengaruh yang signifikan terhadap fundamental perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Taringan (2009) yang menyimpulkan bahwa variabel tingkat inflasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap DPR.

Pengaruh Produk Domestik Bruto terhadap DPR (H6)

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh PDB terhadap DPR adalah H₆ diterima, maka dapat disimpulkan bahwa PDB berpengaruh terhadap DPR perusahaan manufaktur. PDB merupakan cerminan dari kinerja perekonomian. Pertumbuhan ekonomi yang meningkat menggambarkan kinerja perekonomian naik, dan hal ini akan memberi harapan pada investor adanya prospek baik dalam investasi, demikian juga sebaliknya. Oleh karena itu, variabel pertumbuhan ekonomi digunakan sebagai signal dalam pengambilan keputusan investasi, karena dengan pertumbuhan ekonomi yang meningkat ada signal

untuk mendapatkan laba dari investasi yang dilakukan.

Kaitan antara PDB dengan kebijakan dividen adalah Produk Domestik Bruto (PDB) adalah ukuran produksi barang dan jasa total suatu negara. Pertumbuhan PDB yang cepat merupakan indikasi terjadinya pertumbuhan ekonomi. Laju pertumbuhan ekonomi adalah suatu proses kenaikan output perkapita jangka panjang. Penekanan pada proses karena mengandung unsur dinamis, perubahan dan perkembangan, oleh karena itu pemakaian indikator pertumbuhan ekonomi akan dilihat dalam kurun waktu tertentu. Laju pertumbuhan ekonomi akan diukur melalui perkembangan PDB yang diperoleh dari Badan Pusat Statistik. Tandelilin (2010;215) Pertumbuhan PDB yang cepat merupakan indikasi terjadinya pertumbuhan ekonomi. Jika pertumbuhan ekonomi membaik maka kesempatan bagi perusahaan untuk meningkatkan penjualannya. Meningkatnya PDB mempunyai pengaruh positif terhadap daya beli konsumen sehingga dapat meningkatkan permintaan produk perusahaan. Meningkatnya PDB merupakan sinyal yang baik untuk investasi dan sebaliknya. Peningkatan permintaan produk perusahaan akan meningkatkan profit perusahaan yang pada akhirnya akan menaikkan jumlah dividen yang dibayarkan pada pemegang saham (Binastuti, 2013). Penelitian Binastuti (2013) menemukan bahwa GDP berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Return on Asset terhadap DPR (H₇)

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh ROA terhadap DPR diperoleh hasil bahwa H₇

diterima, artinya dapat disimpulkan bahwa ROA terhadap DPR hasilnya berpengaruh signifikan. Ini berarti bahwa ROA berpengaruh langsung terhadap DPR.

Temuan ini sejalan dengan *Dividend signalling theory* yang menjelaskan bahwa informasi tentang dividen yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai sinyal perusahaan tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Prospek perusahaan diprosikan dengan tingkat profitabilitas perusahaan yang dicapai pada masa yang akan datang. Modigliani dan Miller menyatakan bahwa perusahaan hanya akan meningkatkan dividen apabila prospek keuntungan di masa depan lebih baik atau paling tidak dalam kondisi stabil.

Sartono (2001 : 122) menyatakan semakin tinggi Return On Asset maka kemungkinan pembagian dividen semakin besar. Dengan kata lain semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar kemampuan perusahaan membayar Dividen. Hal ini menunjukkan perusahaan selalu berusaha meningkatkan citranya dengan cara setiap peningkatan laba akan diikuti dengan peningkatan porsi laba yang di bagi sebagai dsividen dan juga dapat mendorong peningkatan nilai saham perusahaan. Namun sebaiknya perusahaan juga tidak mengabaikan kesehatan pendanaan perusahaan yang ditandai dengan peningkatan ketergantungan terhadap dana internal yang bersumber dari laba ditahan sebab jika pertumbuhan dan perkembangan perusahaan dilakukan dengan cara mengurangi ketergantungan terhadap dana eksternal dan menggantinya dengan sumber dana internal maka selain dapat menurunkan resiko

perusahaan juga bisa memperbesar kepemilikan para pemegang saham pada perusahaan. Artinya peningkatan nilai perusahaan yang ditandai dengan peningkatan nilai saham tidak sepenuhnya akibat peningkatan dividen tetapi juga karena peningkatan ekuiti dalam bentuk laba ditahan sehingga pertambahan kekayaan pemegang saham bukan hanya karena perolehan dividen tetapi juga disebabkan peningkatan kepemilikan dalam bentuk laba ditahan. Penelitian Marlina dan Danica (2009) serta penelitiannya antara dan Dana (2012) menyatakan bahwa Return on Asset berpengaruh terhadap *Dividen Payout Ratio*.

Pengaruh Tidak Langsung *Cash Position* terhadap DPR melalui ROA (H₈)

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh *Cash Position* terhadap ROA diperoleh hasil bahwa H₈ diterima, artinya dapat disimpulkan bahwa *cash position* terhadap ROA hasilnya berpengaruh signifikan begitu juga dengan ROA terhadap DPR. Ini berarti bahwa *cash position* berpengaruh langsung maupun tidak langsung terhadap DPR melalui ROA.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung *cash position* terhadap DPR melalui ROA lebih besar daripada pengaruh langsung *cash position* terhadap DPR, dengan demikian ROA dapat berperan sebagai variabel intervening antara hubungan *Cash Position* dengan DPR.

Pembayaran dividen tunai merupakan arus kas keluar yang tentu saja memerlukan tersedianya kas yang cukup atau posisi likuiditas harus terjaga sehingga walaupun

perusahaan memperoleh laba yang tinggi dan beban hutang beserta bunga yang rendah namun jika tidak didukung oleh posisi *cash* yang kuat maka kemampuan pembayaran dividennya rendah. Selain posisi kas, laba perusahaan juga mempengaruhi pembayaran dividen, seperti dikemukakan oleh Sartono (2001 : 122) yang menyatakan semakin tinggi Return On Asset maka kemungkinan pembagian dividen semakin besar. Dengan kata lain semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar kemampuan perusahaan membayar Dividen. Hal ini menunjukkan perusahaan selalu berusaha meningkatkan citranya dengan cara setiap peningkatan laba akan diikuti dengan peningkatan porsi laba yang dibagi sebagai dividen dan juga dapat mendorong peningkatan nilai saham perusahaan.

Pengaruh Tidak Langsung *Debt to Equity Ratio* terhadap DPR Melalui ROA (H₉)

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh *Debt to Equity Ratio* terhadap DPR melalui ROA maka dapat disimpulkan bahwa H₉ diterima, artinya dapat disimpulkan bahwa DER terhadap ROA hasilnya berpengaruh signifikan begitu juga dengan ROA terhadap DPR. Maka DER berpengaruh langsung maupun tidak langsung terhadap DPR melalui ROA.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung DER terhadap DPR melalui ROA lebih besar daripada pengaruh langsung DER terhadap DPR, dengan demikian ROA dapat berperan sebagai variabel intervening antara hubungan DER dengan DPR.

DER berpengaruh signifikan terhadap pengungkapan ROA, hal karena *Debt to Equity Ratio (DER)* merupakan rasio hutang terhadap modal. Rasio ini mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang, dimana semakin tinggi nilai rasio ini menggambarkan gejala yang kurang baik bagi perusahaan (Sartono 2008: 66). Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk deviden yang diterima karena kewajiban untuk membayar hutang lebih diutamakan daripada pembagian deviden. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Dewi (2008) menyatakan bahwa DER berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

DER berpengaruh terhadap DPR melalui ROA karena Sartono (2001: 66) menyatakan semakin tinggi *Debt to Equity Ratio* semakin berkurang kemampuan perusahaan membayar dividen sebaliknya semakin turun *Debt to Equity Ratio* semakin tinggi kemampuan perusahaan membayar dividen. Komitmen perusahaan disektor manufaktur untuk melakukan pembayaran dividen secara teratur menyebabkan kemampuan pembayaran dividen tidak dipengaruhi oleh besar kecilnya hutang perusahaan bahkan kenaikan hutang dapat meningkatkan kemampuan perusahaan membayar dividen selama penggunaan hutang harus selalu diiringi dengan peningkatan laba perusahaan. Hal ini sesuai dengan teori keuangan yang menyatakan jangan lakukan hutang baru jika tidak menghasilkan tambahan laba. Selain DER, laba perusahaan juga mempengaruhi

pembayaran dividen, semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar kemampuan perusahaan membayar Dividen.

Pengaruh Tidak Langsung Suku Bunga terhadap DPR Melalui ROA (H₁₀)

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh suku bunga terhadap DPR melalui ROA diperoleh hasil bahwa H₁₀ ditolak, artinya dapat disimpulkan bahwa suku bunga terhadap ROA hasilnya tidak berpengaruh signifikan namun ROA berpengaruh terhadap DPR. Maka suku bunga tidak berpengaruh langsung maupun tidak langsung terhadap DPR melalui ROA.

Investasi melalui pasar modal selain memberikan hasil, juga mengandung resiko. Besar kecilnya resiko di pasar modal sangat dipengaruhi oleh keadaan negara khususnya di bidang ekonomi, politik dan sosial. beberapa faktor yang mempengaruhi dividen adalah Profitabilitas, Tingkat suku bunga SBI, inflasi dan nilai tukar. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh tingkat bunga SBI, terhadap naik turunnya dividen. Tingkat bunga SBI adalah variabel yang paling dominan berpengaruh terhadap dividen.

Meningkatnya suku bunga secara langsung akan meningkatkan beban bunga. Perusahaan yang memiliki leverage yang tinggi akan mendapatkan dampak yang sangat berat terhadap kenaikan tingkat bunga. Harga bahan baku juga akan meningkat, jika kenaikan biaya ini tidak dapat diserap oleh harga jual terhadap konsumen, maka profitabilitas perusahaan akan menurun. Menurunnya profitabilitas

ini, akan mengakibatkan dampak yang signifikan terhadap pendapatan deviden yang harus diterima oleh investor, yang gilirannya investasinya pada saham di pasar modal menjadi hal yang kurang menarik. Pada akhirnya investor akan berpindah ke jenis investasi yang lain, yang memberikan return yang lebih baik dalam hal ini bunga yang tinggi, misalnya deposito.

Pengaruh Tidak Langsung Inflasi terhadap DPR Melalui ROA (H_{11})

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh inflasi terhadap ROA diperoleh hasil bahwa H_{11} ditolak, artinya dapat disimpulkan bahwa inflasi terhadap ROA hasilnya tidak berpengaruh signifikan namun terhadap DPR berpengaruh. Maka inflasi berpengaruh langsung terhadap DPR namun tidak berpengaruh terhadap DPR melalui ROA.

Meningkatnya inflasi secara relatif adalah signal negatif bagi para investor. Terutama bagi perusahaan yang memiliki solvabilitas yang tinggi karena dapat mengurangi profit dan akhirnya harga saham pun akan turun. Selain itu tingginya tingkat inflasi pada tahun tersebut juga dipicu oleh adanya ekspektasi dari masyarakat bahwa rupiah akan semakin terdepresiasi dimasa yang akan datang dan akibatnya tingkat harga akan terus naik.

Inflasi jika dilihat dari sudut pandang laba, juga akan menaikkan laba akuntansi. Pada saat inflasi naik harga produk dan pendapatan juga akan naik, sementara biaya merupakan catatan historis terutama bagi pabrikan yang menggunakan metode FIFO dalam menilai persediaannya. Kenaikan inflation diikuti dengan kenaikan total aset dan

ROA, demikian juga sebaliknya penurunan inflation juga diikuti dengan penurunan total aset dan ROA.

Pengaruh Tidak Langsung Kurs terhadap DPR Melalui ROA (H_{12})

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh kurs terhadap DPR tidak berpengaruh, maka kurs tidak berpengaruh terhadap DPR melalui ROA. Perubahan *exchange rate* juga akan mempengaruhi biaya operasional perusahaan, apalagi perusahaan yang memenuhi kebutuhan bahan bakunya dengan mengimport. Kenaikan *exchange rate* juga akan menaikkan biaya produksi perusahaan, sehingga akan menurunkan keuntungan perusahaan.

Kaitan antara nilai tukar rupiah (kurs) dengan kebijakan deviden adalah ; nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing sangat berpengaruh terhadap operasional perusahaan. Menguatnya kurs rupiah terhadap dolar Amerika berarti terjadi peningkatan nilai mata uang rupiah terhadap dolar Amerika, hal ini menyebabkan biaya produksi pada perusahaan yang menggunakan barang impor menurun. Menguatnya nilai rupiah menunjukkan bahwa perusahaan tidak harus menyediakan dana yang cukup besar untuk membiayai operasional perusahaan, sehingga menaikkan keuntungan perusahaan. Keuntungan tinggi, menyebabkan bagian laba yang dibagi kepada pemegang saham menjadi besar. Perusahaan membagi jumlah dividen lebih pada saat keuntungan perusahaan naik, hal ini dilakukan perusahaan agar penilaian investor terhadap perusahaan tetap terjaga dengan adanya pembagian dividen. Menguatnya nilai rupiah menunjukkan bahwa perusahaan

dapat meningkatkan keuntungan, sehingga bagian laba yang dapat dibagi kepada pemegang saham besar.

Pengaruh Tidak Langsung Produk Domestik Bruto terhadap DPR Melalui ROA (H_{12})

Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh produk domestik bruto terhadap ROA diperoleh hasil bahwa PDB berpengaruh terhadap ROA perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian terhadap pengaruh produk domestik bruto terhadap DPR dapat disimpulkan bahwa PDB melalui ROA berpengaruh terhadap DPR perusahaan.

Produk Domestik Bruto (PDB) adalah ukuran produksi barang dan jasa total suatu negara. Pertumbuhan PDB yang cepat merupakan indikasi terjadinya pertumbuhan ekonomi. Laju pertumbuhan ekonomi adalah suatu proses kenaikan output perkapita jangka panjang. Penekanan pada proses karena mengandung unsur dinamis, perubahan dan perkembangan, oleh karena itu pemakaian indikator pertumbuhan ekonomi akan dilihat dalam kurun waktu tertentu. Laju pertumbuhan ekonomi akan diukur melalui perkembangan PDB yang diperoleh dari Badan Pusat Statistik. Tandelilin (2010;215) Pertumbuhan PDB yang cepat merupakan indikasi terjadinya pertumbuhan ekonomi. Jika pertumbuhan ekonomi membaik maka kesempatan bagi perusahaan untuk meningkatkan penjualannya. Meningkatnya PDB mempunyai pengaruh positif terhadap daya beli konsumen sehingga dapat meningkatkan permintaan produk perusahaan. Meningkatnya PDB

merupakan sinyal yang baik untuk investasi dan sebaliknya. Peningkatan permintaan produk perusahaan akan meningkatkan profit perusahaan yang pada akhirnya akan menaikkan jumlah dividen yang dibayarkan pada pemegang saham (Binastuti, 2013).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil pengujian menunjukkan bahwa cash position memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR hal ini karena profitabilitas merupakan faktor yang menjadi pertimbangan perusahaan dalam membagikan dividen bagi pemegang saham. Maka Cash position berpengaruh terhadap DPR melalui ROA.
2. Berdasarkan pengujian menunjukkan bahwa debt to equity ratio memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap DPR. Maka Debt tot Equity Ratio berpengaruh terhadap DPR melalui ROA.
3. Berdasarkan pengujian menunjukkan bahwa suku bunga tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap DPR. Maka suku bunga tidak berpengaruh terhadap DPR melalui ROA.
4. Berdasarkan pengujian menunjukkan bahwa 1 inflasi memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR. Inflasi berpengaruh terhadap DPR tapi tidak berpengaruh terhadap DPR melalui ROA.
5. Berdasarkan pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kurs berpengaruh secara tidak langsung melalui ROA terhadap DPR.

6. Berdasarkan pengujian hipotesis menunjukkan bahwa 1 produk domestik bruto berpengaruh terhadap terhadap DPR. Hasil pengujian menyatakan bahwa produk domestik bruto berpengaruh secara tidak langsung terhadap DPR melalui ROA.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan di dalam penelitian ini adalah :

1. Penelitian ini hanya menganalisa perusahaan manufaktur yang membayarkan dividen sehingga perusahaan yang menjadi sampel penelitian hanya 43 perusahaan saja.
2. Penelitian ini hanya menganalisa perusahaan manufaktur selama 4(empat) tahun saja, sehingga jumlah data yang dianalisis dalam penelitian hanya 172 sampel.

3. Saran

Berdasarkan temuan penelitian, pembahasan dan kesimpulan dari hasil penelitian diatas dapat diberikan saran sebagai berikut :

1. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan metode lain dalam perhitungan kebijakan dividen seperti EPS karena perhitungan kebijakan dividen perusahaan tidak hanya menggunakan DPRsaja.
2. Penelitian selanjutnya lebih baik mengganti variabel *intervening* ROA dengan variabel lainnya dikarenakan variabel ROA tidak terbukti sebagai variabel *intervening* dalam hubungan antara inflasi, suku bunga BI, kurs dan PDB dengan kebijakan dividen perusahaan.
3. Dari temuan ini, diharapkan penelitian selanjutnya menggunakan variabel yang lebih

menggambarkan tentang pelaksanaan makro ekonomi dan kebijakan lainnya yang diambil perusahaan dalam menjalankan operasinya variabel keputusan investasi, kebijakan hutang, keputusan pendanaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Afriyanti, M., 2011, **Analisis Pengaruh Current Ratio, Total Asset Turnover, Debt To Equity Ratio, Sales Dan Size Terhadap ROA**, Univeritas Diponegoro Semarang.
- Ardiyanti, Nyi Raden Sella Ayu, 2015, **Pengaruh Faktor-Faktor Fundamental dan Teknikal terhadap Dividend Payout Ratio**, *Jurnal Riset Akuntansi dan Perpajakan JRAP Vol. 2, No. 2, Desember 2015, hal 218 – 229, ISSN 2339 - 1545*
- Binastuti, Sugiharti dan Wibowo, Taqdir Edy. 2013. **Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia)**. Fakultas Ekonomi, Universitas Gunadarma.
- Dewi, Sisca Christanty, 2008, **Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas san Ukuran**
- Nuryazini. 2008. **Mengenal BI Rate Lebih Dalam. Edukasi Perbankan**. diakses di <http://nuryazini.wordpress.com>
- Pohan, A. (2008). **Potret Kebijakan Moneter Indonesia: Seberapa Jauh Kebijakan Moneter Mewarnai**

- Perekonomian Indonesia.** Raja Grafindo Persada, Jakarta
- Rahardja, P. & Manurung, M. 2009. **Pengantar Ilmu Ekonomi: Mikroekonomi dan Makroekonomi.** LP3S, Universitas Indonesia, Jakarta
- Riyanto, Bambang, 2007, **Dasar-dasar Manajemen Keuangan**, Edisi Kelima, BPFE UGM, Yogyakarta
- Sartono, Agus. 2008. **Manajemen Keuangan "Teori dan Aplikasi"**. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE.
- Sudarsi, Sri. 2002. **"Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Devident Payout Ratio pada Industri Perbankan yang Listed Di Bursa Efek Jakarta (BEJ)"**.Jurnal Bisnis dan Ekonomi. Vol.9, No.1, Maret. Hal. 76-88.
- Tandelilin Eduardus. 2010. **Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi.** Kanisius. Yogyakarta.
www.idx.co.id