

**PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN HUTANG,
PROFITABILITAS DAN LIKUIDITAS TERHADAP
INVESTMENT OPPORTUNITY SET**
*(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Tahun 2011-2014)*

ARTIKEL



Oleh:

AFRIADI
2012/1202538

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG
2016**

PERSETUJUAN PEMBIMBING

PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN HUTANG,
PROFITABILITAS, DAN LIKUIDITAS TERHADAP *INVESTMENT*
OPPORTUNITY SET
(Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI tahun
2011-2014)

Oleh:

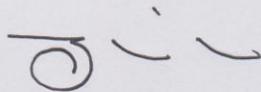
AFRIADI
2012/1202538

Artikel ini disusun berdasarkan skripsi untuk persyaratan wisuda periode
September 2016 dan telah diperiksa/disetujui oleh kedua pembimbing

Padang, 4 Agustus 2016

Pembimbing I

Pembimbing II



Dr. H. Efrizal Syofyan, SE, M.Si, Ak, CA
NIP. 19580519 199001 1 001

Navang Helmayunita, SE, M.Sc
NIP. 19860127 200812 2 001

**PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN HUTANG,
PROFITABILITAS DAN LIKUIDITAS TERHADAP
INVESTMENT OPPORTUNITY SET
(Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Tahun 2011-2014)**

Afriadi

Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang
Jl. Prof. Dr. Hamka Kampus Air Tawar Padang
Email : adi_afriadi@ymail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR), pengaruh kebijakan hutang yang diukur dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER), pengaruh profitabilitas yang diukur menggunakan *return of asset* (ROA), dan pengaruh likuiditas yang diukur dengan *current ratio* terhadap *investment opportunity set* yang diukur menggunakan *market to book value of equity* (MBVE).

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2011-2014. Sampel ditentukan berdasarkan metode *purposive sampling*, sehingga berjumlah 74 perusahaan. Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder. Teknik pengumpulan data dengan metode dokumentasi pada www.idx.com. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi panel.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa: (1) Kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap *investment opportunity set*, (2) Kebijakan hutang berpengaruh signifikan positif terhadap *investment opportunity set*, (3) Profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap *investment opportunity set*, dan (4) Likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap *investment opportunity set*.

Kata Kunci: *Investment Opportunity Set*, Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Likuiditas.

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of dividend policy as measured by the dividend payout ratio (DPR), debt policy as measured by debt to equity ratio (DER), profitability as measured by return of asset, and liquidity as measured by current ratio to investment opportunity set as measured by market to book value of equity (MBVE).

Population in this research are manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2011-2014. The samples are determined based on purposive sampling method, thus totaling 74 companies. The data used in this research is secondary data. The technique of collecting data by the method of documentation at www.idx.com. The analytical method used is multiple regression analysis.

The results showed that: (1) Dividend policy no significant effect on the investment opportunity set, (2) Debt policy influence a significant positive on the investment opportunity set, (3) Profitability influence a significant positive on the investment opportunity set, and (4) Liquidity no significant effect on the investment opportunity set.

Keywords: *Investment Opportunity Set, Dividend Policy, Debt Policy, Profitability, and Liquidity.*

1. Pendahuluan

Setiap perusahaan pasti mengharapkan dan mengupayakan adanya suatu pertumbuhan dan perkembangan perusahaan seperti yang telah digariskan dalam visi dan misi perusahaan. Perusahaan yang sudah *go public* akan berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Penilaian suatu perusahaan sekarang ini beragam, tidak hanya terfokus pada laporan keuangan saja tetapi ada pula yang memandang nilai suatu perusahaan juga tercermin dari nilai investasi yang akan dikeluarkan di masa datang (Syarifah, 2009). Peningkatan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan mengelola perusahaan secara benar, memanfaatkan kesempatan investasi yang ada dengan benar serta memilih jenis investasi yang benar, agar dapat memberikan kontribusi yang positif bagi perkembangan dan pertumbuhan perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan sebuah kombinasi pilihan investasi di masa yang akan datang dengan aset yang dimiliki (Myers, 1977 dalam Fijriyanti, 2002). Komponen dari nilai perusahaan yang menghasilkan pilihan untuk membuat investasi di masa yang akan datang disebut dengan set kesempatan investasi (Jamiyah, 2010). Nilai set kesempatan investasi dapat dihitung dengan kombinasi berbagai jenis proksi yang mengimplikasikan nilai *asset* di tempat yaitu berupa nilai buku *asset* maupun ekuitas dan nilai kesempatan untuk bertumbuh bagi suatu perusahaan di masa depan. *Investment opportunity set* dari suatu

perusahaan akan berpengaruh besar terhadap cara bagaimana perusahaan dinilai oleh manajer, pemilik, investor dan kreditor (Kallapur dan Trombley, 2001).

Untuk mengetahui bagaimana tingkat *investment opportunity set* suatu perusahaan, maka dapat digunakan suatu proksi. Proksi IOS dalam penelitian Kallapur dan Trombley (2001) dibagi menjadi tiga proksi, yaitu proksi IOS berdasarkan harga, berdasarkan investasi, dan berdasarkan varian. Proksi IOS yang dipilih dalam penelitian ini adalah salah satu dari proksi IOS berdasarkan harga yaitu rasio *market to book value of equity* (MBVE).

Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan mengenai seberapa besar laba perusahaan akan dibagikan ke pemegang saham atau menahannya untuk investasi kembali. Apabila dividen yang dibayarkan tinggi, maka dana yang tersedia untuk reinvestasi akan semakin rendah. Pembayaran dividen yang lebih besar cenderung akan meningkatkan harga saham. Kemudian meningkatnya harga saham akan menaikkan nilai perusahaan. Tetapi pembayaran dividen yang semakin besar akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk melakukan investasi sehingga akan menurunkan tingkat pertumbuhan perusahaan dan hal ini menimbulkan dua efek yang saling bertentangan (Sartono, 2001 dalam Jamiyah, 2010).

Menurut Husnan (2008) bagi perusahaan kebijakan dividen adalah sebuah kebijakan yang sulit ditebak (*puzzle*). Untuk meningkatkan nilai perusahaan disamping membuat

kebijakan dividen, maka perusahaan dituntut untuk tumbuh. Pertumbuhan dapat diwujudkan dengan menggunakan kesempatan investasi dengan sebaik-baiknya. Investasi berhubungan dengan pendanaan dan apabila investasi sebagian besar didanai *internal equity* maka akan mempengaruhi dividen yang dibagikan. Semakin besar dividen yang akan dibagikan maka akan menyebabkan penurunan ketersediaan dana dan menurunnya kesempatan investasi perusahaan tersebut. Lestari (2004) membuktikan perusahaan yang tumbuh memberikan dividen yang lebih kecil dari perusahaan yang tidak tumbuh. Karena, laba yang ditahan yang dihasilkan perusahaan sebagian perusahaan di alokasikan untuk melakukan ekspansi. Dalam penelitian ini kebijakan dividen diproksikan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Investment opportunity set juga dipengaruhi oleh seberapa besar hutang yang digunakan dalam struktur modal. Secara logika, perusahaan yang banyak melakukan pembiayaan dengan hutang, tidaklah sehat. Hutang yang besar akan memberikan dampak negatif pada nilai perusahaan (Ogolmagai, 2013). Myers (1977) dalam Lestari (2004) menyatakan perusahaan yang bertumbuh akan lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri daripada hutang. Hal ini disebabkan jika pertumbuhan perusahaan dibiayai dengan hutang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal / *underinvestment* karena para kreditur akan memperoleh klaim pertama kali

terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Khoirul (2004) dalam Setiarini (2006) menunjukkan adanya hubungan yang signifikan antara peningkatan IOS dengan penurunan *book value of debt to equity* dan menunjukkan hubungan yang negatif. Hal ini dapat dinyatakan bahwa semakin rendah tingkat hutang baik diproksi dengan menggunakan nilai buku maupun nilai pasar maka akan semakin tinggi tingkat investasinya. Dalam penelitian ini kebijakan hutang diproksikan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER).

Faktor lain yang mempengaruhi *investment opportunity set* adalah Profitabilitas. Profitabilitas yang diproksikan dengan *return on assets* ini mengukur tingkat pengembalian investasi yang telah dilakukan oleh perusahaan dengan menggunakan seluruh dana (*asset*) yang dimilikinya (Syarifah, 2009). Profitabilitas perusahaan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektifitas operasional perusahaan. Profitabilitas menunjukkan bahwa perusahaan memiliki atau mendapatkan laba (*profit*) yang besar akan memiliki kesempatan yang baik untuk bersaing dengan industri sejenis maupun berbeda (Pagalung, 2003).

Profitabilitas berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan *asset* yang dipercayakan kepada manajemen. Semakin tinggi profitabilitas, maka semakin tinggi kas yang tersedia di perusahaan untuk mendanai investasi, dan sebaliknya semakin

kecil profitabilitas, maka semakin rendah kemampuan perusahaan dalam melakukan pendanaan internal (Subchan dan Sudarman, 2010). Dalam penelitian ini profitabilitas diproksikan menggunakan *Return On Asset (ROA)*.

Selain kebijakan dividen, kebijakan hutang, dan profitabilitas, likuiditas merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi *investment opportunity set*. Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya terutama kewajiban jangka pendek (Hanafi dan Halim, 2005). Menurut Riyanto (1997) dalam Hidayat (2010), perusahaan yang likuid adalah perusahaan yang memiliki kekuatan sedemikian besarnya sehingga mampu memenuhi segala kewajiban finansialnya yang segera harus dipenuhi, kemampuan membayar ini berhubungan dengan penyelenggaraan proses produksi. Penelitian Nika dan Mahaputra (2011) membuktikan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap kesempatan investasi. Dalam penelitian ini likuiditas diproksikan menggunakan *Current Ratio*.

Penelitian tentang *investment opportunity set* ini penting untuk dilakukan karena mengingat IOS merupakan prediktor pertumbuhan perusahaan, Kondisi pertumbuhan perusahaan dipengaruhi oleh keputusan kebijakan keuangan perusahaan yang mencakup kebijakan pendanaan, kebijakan dividen, dan investasi yang diambil perusahaan. IOS dipakai untuk memenuhi ketersediaan dana dalam melakukan investasi, yang mana

sumber dana tersebut dari laba yang dihasilkan perusahaan dan dana yang menganggur yang tersedia di perusahaan. IOS juga dipakai untuk memenuhi harapan dari setiap entitas bisnis dalam menjalankan usahanya untuk tetap *going concern* (Martati, 2010).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang, profitabilitas, dan likuiditas terhadap *investment opportunity set* yang diproksi dengan MBVE. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011-2014.

Berdasarkan uraian diatas, maka penelitian ini mengambil judul: **“Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap *Investment Opportunity Set* (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2014)”**.

2. Telaah Literatur dan Pengembangan Hipotesis

Teori Keagenan

Agency Theory adalah teori yang menjelaskan hubungan keagenan dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1986). Hubungan keagenan merupakan hubungan antara dua pihak, dimana pihak pertama bertindak sebagai prinsipal/pemberi amanat dan pihak kedua disebut agen yang bertindak sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Pada *agency*

theory yang disebut *principal* adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pihak *principal* tersebut memberi kewenangan kepada agen untuk melakukan transaksi atas nama prinsipal dan diharapkan dapat membuat keputusan terbaik bagi prinsipalnya (Hartono, 2005).

Dalam perusahaan yang telah *go public*, hubungan keagenan dicerminkan oleh hubungan antara investor dan manajemen perusahaan. Persoalannya adalah diantara kedua pihak tersebut seringkali terjadi perbedaan kepentingan. Perbedaan tersebut mengakibatkan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan kurang mengakomodasi kepentingan pihak pemegang saham.

Investasi

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang (Tendelilin, 2010). Perusahaan melakukan investasi dengan alasan yang berbeda-beda. Bagi beberapa perusahaan, aktivitas investasi merupakan unsur penting dari operasi perusahaan, dan penilaian kinerja perusahaan mungkin sebagian besar, atau seluruhnya bergantung pada hasil yang dilaporkan mengenai aktivitas ini. Beberapa perusahaan melakukan investasi sebagai cara untuk menempatkan kelebihan dana dan beberapa perusahaan lain melakukan perdagangan investasi untuk mempererat hubungan bisnis atau memperoleh suatu keuntungan perdagangan.

Investment Opportunity Set

Munculnya istilah IOS pertama kali dikemukakan oleh Myers (1977) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai suatu kombinasi antara *asset riil* (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993) opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih tinggi dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

Hasnawati (2005), menyatakan bahwa secara umum set kesempatan investasi merupakan hubungan antara pengeluaran saat ini maupun di masa mendatang dengan nilai atau *return* serta prospek sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menciptakan nilai perusahaan. Atmawati (2010), menyimpulkan *investment opportunity set* merupakan kesempatan berinvestasi atau peluang investasi yang dimiliki oleh perusahaan dan memiliki pengaruh terhadap cara pandang manajer, pemilik, kreditur dan investor terhadap kemampuan profitabilitas serta prospek pertumbuhan perusahaan. Selain itu, *investment opportunity set* bersifat tidak dapat diobservasi, sehingga perlu dipilih suatu proksi yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan.

Pengukuran IOS

Investment Opportunity Set memiliki sifat yang secara melekat tidak dapat diobservasi (*inherently unobservable*), maka harus digunakan proksi dalam mengukur IOS perusahaan agar dapat dilihat hubungannya dengan variabel-variabel lain (seperti arus kas operasi, kebijakan, pertumbuhan, dan lain-lain). Beberapa proksi dalam mengukur IOS secara individual dijelaskan oleh Pagalung (2003) dapat diklasifikasikan ke dalam tiga kategori utama, yaitu:

1) Price-Based Proxies

Pendekatan ini berdasarkan pada pemikiran bahwa harapan pertumbuhan perusahaan dinyatakan paling tidak secara parsial dinyatakan dengan harga saham, sehingga perusahaan bertumbuh akan memiliki nilai pasar lebih tinggi relatif terhadap aset yang dimiliki (*asset in place*). Proksi berdasarkan harga ini berbentuk rasio sebagai suatu ukuran aset yang dimiliki dengan nilai pasar perusahaan.

2) Investment-Based Proxies

Pendekatan ini berdasar pada pemikiran bahwa tingkat aktivitas investasi yang tinggi secara positif berhubungan dengan IOS suatu perusahaan. Perusahaan dengan IOS yang tinggi akan memiliki investasi dengan tingkat yang tinggi pula sebagaimana IOS telah dikonversikan ke dalam *assets in place* waktu demi waktu. Proksi berdasarkan investasi ini berbentuk rasio yang membandingkan ukuran investasi dengan ukuran aset yang telah dimiliki atau hasil operasi dari aset yang telah dimiliki.

3) Variance Measures

Pengukuran ini berdasar pada pemikiran bahwa opsi-opsi investasi menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan *asset*.

Proksi IOS yang dipilih dalam penelitian ini adalah MBVE (*market to book value of equity*). Dengan dasar pemikiran bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan lebih besar dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya.

Kebijakan Dividen

Menurut Husnan (2008:381) “Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali”. Jadi manajer harus mempertimbangkan kapan laba akan dibagikan kepada pemegang saham, dan kapan laba akan ditahan di perusahaan, namun harus tetap meningkatkan nilai perusahaan.

Dividen merupakan suatu mekanisme untuk mentransfer kemakmuran dari *bondholder* ke *shareholder*. Pembagian dividen akan membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan akan mengurangi *cost of equity* karena akan menjadi alat monitoring bagi manajemen (Copeland dan Wenson, 2010 dalam Subchan & Sudarman, 2010). Kebijakan dividen menyangkut keputusan dalam kaitannya untuk membagikan laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali dalam

perusahaan. Apabila dividen yang dibagikan semakin meningkat, maka semakin sedikit dana yang tersedia untuk reinvestasi. Hal ini akan menyebabkan tingkat pertumbuhan masa mendatang rendah dan akan menekan harga saham.

Kebijakan dividen dalam penelitian ini menggunakan proksi *Dividen Payout Ratio* (DPR). Dimana rasio ini merupakan rasio dari persentase laba yang dibayarkan oleh perusahaan kepada investor atau pemegang saham dalam bentuk kas.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang. Kebijakan hutang sering diukur dengan *debt to equity ratio*. *Debt to equity ratio* adalah total hutang (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang) dibagi dengan total ekuitas, (Kieso et al, 2006). Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya dengan modal sendiri. Semakin tinggi nilai rasio ini berarti modal sendiri semakin sedikit dibanding dengan hutangnya. DER digunakan sebagai pengukur seberapa jauh suatu perusahaan dibiayai oleh kreditur. Semakin besar rasio menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar perusahaan.

Kebijakan hutang dalam penelitian ini menggunakan proksi *Debt to Equity Ratio* (DER). *Debt ratio* adalah total hutang (baik hutang jangka pendek maupun

jangka panjang) dibagi dengan total *asset* baik *asset* lancar maupun *asset* tetap (Kieso et al. 2006).

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba (Indrawati dan Suhendro, 2006). Menurut Weygandt *et al* dalam Meythi (2007), rasio profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur efektifitas manajemen perusahaan secara keseluruhan, yang ditunjukkan dengan besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Rasio profitabilitas dianggap sebagai alat yang paling valid dalam mengukur hasil pelaksanaan operasi perusahaan, karena rasio profitabilitas merupakan alat pembanding pada berbagai alternatif investasi yang sesuai dengan tingkat risiko.

Rasio yang digunakan dalam analisis ini adalah rasio pengembalian atas aset (ROA). *Return on Assets* (ROA) dalam analisis manajemen keuangan, mempunyai arti yang sangat penting sebagai salah satu teknik analisis keuangan yang bersifat menyeluruh atau komprehensif. Rasio ini mengukur efektivitas perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam *asset* yang akan digunakan untuk operasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (Munawir, 2002). Menurut Hanafi dalam Atmawati (2010), profitabilitas yang tinggi, menunjukkan efisiensi manajemen aset, yang berarti efisiensi manajemen. Semakin tinggi profitabilitas, maka kesempatan investasi makin tinggi karena profitabilitas merupakan sinyal

meningkatnya nilai perusahaan. Dengan kata lain, profitabilitas berpengaruh positif terhadap set kesempatan investasi.

Likuiditas

Likuiditas (*liquidity*) mengacu pada kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (Subramanyam, 2010:241). Menurut Kaplan dan Zingales (1997) dalam Hidayat (2010) likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dalam memenuhi kebutuhan perusahaan baik jangka panjang maupun jangka pendek. Pengertian tersebut menunjukkan apakah dengan kas yang tersedia perusahaan mengalami kesulitan untuk mendanai investasinya atau tidak. Perusahaan dikatakan tidak mengalami kesulitan dalam mendanai investasinya apabila perusahaan mampu menghasilkan kas dalam membiayai investasi. Semakin besar likuiditas perusahaan struktur modalnya / hutangnya akan semakin berkurang, karena dengan likuiditas yang tinggi, perusahaan memiliki dana tersedia yang dapat digunakan untuk membiayai kebutuhan-kebutuhan perusahaan dengan modal sendiri, dalam pengambilan keputusan investasi biaya modal sendiri justru diperhitungkan daripada menanggung risiko. Likuiditas dalam penelitian ini menggunakan proksi *current ratio*.

Penelitian Terdahulu

Lestari (2004) meneliti tentang “Pengaruh Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen, Risiko dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap

Set Kesempatan Investasi”. Penelitian tersebut menggunakan proksi gabungan yaitu proksi berbasis harga dan proksi berbasis investasi. Proksi berbasis harga menggunakan rasio MBVE, Tobin’s Q dan VPPE dan proksi berbasis investasi menggunakan rasio CAPMVA, dengan hasil bahwa variabel kebijakan dividen dan kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap set kesempatan investasi. Sedangkan profitabilitas berpengaruh positif terhadap set kesempatan investasi dan variabel risiko menunjukkan tidak ada pengaruh terhadap set kesempatan investasi. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Subchan dan Sudarman (2010) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap *investment opportunity set* dan kebijakan hutang menunjukkan pengaruh positif terhadap *investment opportunity set*.

Penelitian Syarifah dan Zuhrotun (2009) dengan judul “Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap *Investment Opportunity Set* Manufaktur Publik”. Penelitian tersebut diukur dengan menggunakan lima variabel yaitu variabel MVA/BVA, MVE/BE, CAP/BVA, PPE/BVA dan P/E. Hasil penelitian tersebut secara parsial, *Book Debt to Equity* (BD/E) berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). *Market Debt to Equity* (MD/E) berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). *Dividend Payout* berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). *Dividend Yield* berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). *Return on Asset* (ROA) tidak

berpengaruh terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS). Hasil penelitian tersebut berbeda dengan Lestari (2004) yang menyatakan *Return on Asset* berpengaruh positif terhadap set kesempatan investasi.

Penelitian yang dilakukan Nika dan Mahaputra (2011) dengan judul “*The Effect of Liquidity, Solvency and Profitability on Investment Opportunity Set*” mengemukakan bahwa solvabilitas dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *investment opportunity set* sedangkan likuiditas berpengaruh positif terhadap *investment opportunity set*. Namun pada penelitian Hamzah (2006) mengemukakan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap *investment opportunity set*.

Hubungan Antar Variabel

a. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap *Investment Opportunity Set*

Jensen (1986) menyatakan bahwa salah satu masalah antara manajer dan pemegang saham yaitu pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen daripada diinvestasikan lagi sementara manajer sebaliknya. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah lebih cenderung untuk membayar dividen lebih besar, agar dapat mengalihkan sumber dana perusahaan agar tidak ditanamkan dalam proyek dengan *net present value* yang negatif (Jensen, 1986). Sementara untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dividen yang dibayar lebih kecil karena dana yang tersedia akan diinvestasikan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan (Gul, 1999 dalam Lestari, 2004). Lestari (2004)

menguji pengaruh kebijakan hutang, kebijakan dividen, risiko, dan profitabilitas perusahaan terhadap set kesempatan investasi. Dari hasil analisis yang dilakukan, kebijakan dividen perusahaan berpengaruh negatif terhadap IOS.

Kebijakan dividen menyangkut keputusan dalam kaitannya untuk membagikan laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Apabila dividen yang dibagikan semakin meningkat, maka semakin sedikit dana yang tersedia untuk reinvestasi. Hal ini akan menyebabkan tingkat pertumbuhan masa mendatang rendah dan akan menekan harga saham. Perubahan besarnya dividen yang dibagikan terdapat dua akibat yang saling berlawanan, apabila seluruh laba dibayarkan sebagai dividen maka kepentingan cadangan terabaikan, sebaliknya bila laba ditahan semua maka kepentingan pemegang saham terabaikan. Perusahaan yang tidak menggunakan kesempatan investasi dengan benar maka tingkat pertumbuhan perusahaan rendah. Hal tersebut dikarenakan dana yang tersedia digunakan untuk membayar dividen yang besar sehingga kesempatan investasi perusahaan menjadi rendah. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis pertama dirumuskan sebagai berikut :

H₁ : Kebijakan dividen berpengaruh secara signifikan negatif terhadap *investment opportunity set*.

b. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap *Investment Opportunity Set*

Myers (1977) dalam Lestari (2004) menyatakan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang

tinggi lebih cenderung tidak menambah hutang karena masalah *underinvestment* dan *asset-substitution*. Dalam masalah *underinvestment*, manajer lebih cenderung tidak melakukan investasi pada proyek yang memiliki *net present value* positif, yang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena *debtholders* merupakan pihak yang memiliki klaim yang pertama terhadap aliran kas yang diperoleh dari proyek tersebut. Selanjutnya dengan menambah hutang, *asset* yang dimiliki digunakan sebagai jaminan. Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih cenderung untuk memperkecil tingkat hutang. Hal ini berkaitan dengan semakin tingginya tingkat *leverage* perusahaan akan semakin tinggi kemungkinan perusahaan dinyatakan bangkrut oleh *debtholders* jika tidak mampu membayar hutang. Penelitian yang dilakukan Lestari (2004) menemukan adanya hubungan negatif antara kebijakan hutang dengan set kesempatan investasi.

Kebijakan hutang menyangkut besaran penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan. Untuk melakukan investasi, perusahaan harus memiliki ketersediaan dana yang cukup. Dengan melakukan investasi perusahaan dapat meningkatkan pertumbuhan di masa mendatang. Sumber dana yang baik untuk melakukan investasi adalah sumber dana yang berasal dari *internal equity* bukan dari hutang. Penggunaan hutang yang besar akan menyebabkan resiko klaim yang tinggi dari *debtholders* yang menyebabkan investasi menjadi tidak

optimal. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis kedua dirumuskan sebagai berikut :

H₂ : Kebijakan hutang berpengaruh secara signifikan negatif terhadap *investment opportunity set*.

c. Pengaruh Profitabilitas terhadap Investment Opportunity Set

Tingkat profitabilitas masa lalu dari suatu perusahaan merupakan penentu atau determinan penting atas struktur modal perusahaan yang bersangkutan. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Dengan besarnya jumlah laba ditahan, suatu perusahaan mungkin cenderung memilih pendanaan dari sumber tersebut dari pada peminjaman. Besarnya laba ditahan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk melakukan ekspansi, sehingga semakin tinggi profitabilitas, maka semakin tinggi laba ditahan dan akan meningkatkan kesempatan investasi perusahaan tersebut. Hasil penelitian Lestari (2004) menemukan adanya hubungan positif antara profitabilitas dengan set kesempatan investasi.

Tingkat profitabilitas yang tinggi pada perusahaan akan meningkatkan daya saing antar perusahaan. Perusahaan yang memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi akan membuka lini atau cabang yang baru serta memperbesar investasi atau membuka investasi baru terkait dengan perusahaan induknya. Profitabilitas yang tinggi memberikan sinyal mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Sebagian dari profitabilitas tersebut akan

ditanamkan lagi dalam bentuk investasi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki ketersediaan kas yang lebih besar, sehingga kesempatan investasi meningkat. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut :

H₃ : Profitabilitas berpengaruh secara signifikan positif terhadap *investment opportunity set*.

d. Pengaruh Likuiditas terhadap *Investment Opportunity Set*

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dalam memenuhi kebutuhan perusahaan baik jangka panjang maupun jangka pendek. Pengertian tersebut menunjukkan apakah dengan kas yang tersedia perusahaan mengalami kesulitan untuk mendanai investasinya atau tidak. Perusahaan dikatakan tidak mengalami kesulitan dalam mendanai investasinya apabila perusahaan mampu menghasilkan kas dalam membiayai investasi. semakin besar likuiditas perusahaan maka penggunaan hutang dalam struktur modalnya akan semakin berkurang, karena dengan likuiditas yang tinggi, perusahaan memiliki dana tersedia yang dapat digunakan untuk membiayai kebutuhan-kebutuhan perusahaan dengan modal sendiri, dalam pengambilan keputusan investasi biaya modal sendiri justru diperhitungkan daripada menanggung risiko. Bukti empiris Hidayat (2010) menemukan bahwa likuiditas berhubungan positif dengan keputusan investasi. Penelitian sebelumnya yang

dilakukan oleh Astika (2008) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap IOS karena semakin banyak jumlah *asset* lancar yang ada di perusahaan maka semakin besar peluang perusahaan untuk melakukan investasi. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis keempat dirumuskan sebagai berikut :

H₄ : Likuiditas berpengaruh secara signifikan positif terhadap *investment opportunity set*.

Berdasarkan konsep yang sudah dikemukakan di atas, maka kerangka konseptual dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 1. Kerangka Konseptual (lampiran)

3. Metode Penelitian Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian kausatif karena berdasarkan masalah yang dirumuskan dan tujuan yang telah ditentukan, penelitian ini menganalisis bagaimana pengaruh antara variabel yang satu dengan variabel yang lainnya. Dimana dalam penelitian kausatif akan diketahui sejauh mana variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Di dalam penelitian ini yang menjadi variabel independen adalah kebijakan dividen, kebijakan hutang, profitabilitas, dan likuiditas. Sedangkan yang menjadi variabel dependen adalah *investment opportunity set*.

Populasi dan Sampel

a. Populasi

Populasi adalah keseluruhan elemen yang dijadikan objek dalam penelitian. Populasi yang akan

diteliti dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011 sampai dengan tahun 2014. Bursa Efek Indonesia (BEI) dipilih sebagai tempat penelitian karena BEI memiliki data - data yang lengkap yang dibutuhkan untuk penelitian ini.

b. Sampel

Sampel adalah kelompok kecil yang diamati dan merupakan bagian dari populasi yang memiliki sifat dan karakteristik yang sama dengan populasi. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah penentuan sampel dari populasi yang ada berdasarkan kriteria yang dikehendaki oleh peneliti dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria tertentu. Penentuan kriteria sampel diperlukan untuk menghindari timbulnya kesalahan dalam penentuan sampel penelitian, yang pada akhirnya berpengaruh terhadap hasil analisis.

Perusahaan yang akan diteliti adalah perusahaan manufaktur. Adapun kriteria yang dipilih dalam pengambilan sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian (tahun 2011-2014).
2. Perusahaan tidak *delisting* selama periode penelitian (tahun 2011-2014).
3. Perusahaan menyajikan laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2011 hingga tahun 2014.

4. Perusahaan menyajikan laporan keuangan dengan menggunakan mata uang rupiah.

Berdasarkan pada **Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel (lampiran)**, maka perusahaan yang memenuhi kriteria dan dijadikan sampel dalam penelitian ini berjumlah 74 perusahaan manufaktur yang ditunjukkan dalam **Tabel 2. Daftar Perusahaan Sampel (lampiran)**.

Jenis dan Sumber Data

1. Jenis Data

Ditinjau dari sumbernya, data ini merupakan data sekunder. Data sekunder merupakan data yang diolah terlebih dahulu dan merupakan data yang telah ditetapkan. Menurut waktu pengumpulannya data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data panel. Data panel adalah data yang dikumpulkan dari waktu ke waktu untuk melihat perkembangan suatu kejadian atau kegiatan selama periode tersebut.

2. Sumber Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang berasal dari laporan keuangan masing-masing perusahaan sampel setiap akhir tahun selama masa penelitian yaitu tahun 2011 sampai dengan tahun 2014. Data mengenai laporan keuangan tersebut berasal dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, situs resmi BEI dan situs - situs lain yang diperlukan.

Teknik Pengumpulan Data

Untuk memperoleh data yang diperlukan dalam penelitian ini,

penulis menggunakan teknik dokumentasi dengan melihat laporan keuangan perusahaan sampel. Dengan teknik ini penulis mengumpulkan data laporan keuangan perusahaan dari tahun 2011-2014. Data diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan web-web terkait lainnya serta mempelajari literatur yang berkaitan dengan permasalahan penelitian baik media cetak maupun elektronik.

Variabel Penelitian & Pengukuran

1. Variabel Dependen

Variabel dependen adalah variabel yang tergantung atas variabel lain. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *investment opportunity set*. Set kesempatan investasi merupakan variabel dependen yang di proksi dengan proksi IOS berbasis harga *Market to Book Value of Equity* (MBVE). Rasio *market to book value of equity* (MBVE) dengan dasar pemikiran bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan lebih besar dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Semakin tinggi rasio MBVE maka perusahaan akan memiliki *return* saham yang tinggi. Menurut Rokhayati (2005:49), MBVE ini diperoleh dari persamaan:

$$MBVE = \frac{\text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham}}{\text{Total Ekuitas}}$$

2. Variabel Independen

Variabel independen merupakan variabel yang mempengaruhi variabel lainnya. Variabel independen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen, kebijakan hutang, profitabilitas, dan likuiditas.

a) Kebijakan dividen

Pembayaran dividen merupakan besarnya laba yang dibagikan kepada pemegang saham pada akhir tahun yang juga akan mencerminkan besarnya laba yang akan ditanamkan pada laba ditahan akhir tahun. Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Kebijakan dividen dapat diukur dengan menggunakan *dividend payout ratio* (DPR). Rasio pembayaran dividen (*Dividend Payout Ratio – DPR*) adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham. DPR ini ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun.

Menurut Subramanyam (2010:45), rasio DPR dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share (DPS)}}{\text{Earning Per Share (EPS)}}$$

b) Kebijakan hutang

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang. Kebijakan hutang dapat dihitung dengan menggunakan *debt to equity ratio* (DER). DER merupakan perbandingan antara jumlah hutang dengan modal sendiri atau ekuitas dalam pendanaan perusahaan. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya dengan modal sendiri. Semakin tinggi nilai rasio ini berarti modal sendiri semakin sedikit dibanding dengan hutangnya. DER digunakan sebagai pengukur seberapa jauh suatu perusahaan dibiayai oleh kreditur.

Rasio DER dapat dihitung dengan rumus (Suad, 2008:560) :

$$DER = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Ekuitas}}$$

c) Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu. Menurut Brigham & Houston (2006), rasio profitabilitas dapat dihitung dengan menggunakan *return on asset* (ROA).

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

Penggunaan ROA sebagai ukuran profitabilitas dalam penelitian ini untuk menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memberikan kompensasi keuangan pada penyedia pendanaan baik internal yaitu pemegang saham dan eksternal yaitu kreditor (Subramanyam, 2005). Apabila perusahaan mempunyai tingkat ROA yang tinggi mengindikasikan bahwa kemampuan perusahaan dalam menyediakan kompensasi keuangan bagi semua penyedia dana bagi perusahaan. Oleh karena kemampuan perusahaan yang tinggi ini menyebabkan penyedia dana menginginkan untuk menginvestasikan kembali jumlah ROA pada perusahaan sehingga memperbesar kesempatan investasi bagi perusahaan.

d) Likuiditas

Likuiditas sebagai variabel independen yang diproksikan dengan *current ratio*. Menunjukkan kemampuan *asset* lancar yang dimiliki emiten dalam membayar kewajiban jangka pendek. Semakin tinggi rasio, semakin baik. *Current*

ratio dapat dihitung dengan rumus (Keown, 2008:75) :

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Liabilitas Lancar}}$$

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan Analisis Deskriptif

Peneliti menggunakan *Eviews7* dalam melakukan pengolahan data. Hal ini dimaksudkan agar dapat memberikan gambaran tentang masing-masing variabel yang diteliti. Variabel tersebut dapat digambarkan secara statistik seperti yang tergambar pada **Tabel 3 (lampiran)**.

Variabel *investment opportunity set* pada perusahaan manufaktur yang disingkat IOS memiliki rata-rata 2,162262 dengan standar deviasi 2,073628. IOS tertinggi dengan nilai 8,994100 dan terendah -2,695200. Variabel kebijakan dividen (KD) memiliki rata-rata 0,278526 dengan standar deviasi 0,524528. Nilai kebijakan dividen tertinggi adalah 6,301600 dan terendah -1,032800. Variabel kebijakan hutang (KH) memiliki rata-rata 1,003094 dengan standar deviasi 1,338808. Nilai kebijakan hutang tertinggi adalah 9,468700 dan terendah -8,338300. Variabel profitabilitas (P) memiliki rata-rata 0,076565 dengan standar deviasi 0,083554. Nilai profitabilitas tertinggi adalah 0,395600 dan terendah -0,222300. Dan variabel likuiditas (L) memiliki rata-rata 5,041145 dengan standar deviasi 30,44024. Nilai likuiditas tertinggi adalah 464,9844 dan terendah 0,474300.

Analisis Induktif

1. Uji Asumsi Klasik

a. Chow Test

Chow test atau uji chow yakni pengujian untuk menentukan *fixed effect model* atau *random effect model* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Hipotesis dalam uji chow adalah:

H_0 : *Common Effect Model* atau *pooled OLS*.

H_a : *Fixed Effect Model*.

Dasar penolakan H_0 adalah dengan menggunakan pertimbangan Statistik *Chi-Square*, jika probabilitas dari hasil uji *Chow-test* lebih kecil dari nilai kritisnya (0.05) maka H_a diterima dan sebaliknya.

Berdasarkan hasil uji *Chow-Test* pada **Tabel 4 (lampiran)** dengan menggunakan *evIEWS7*, didapat probabilitas sebesar 0,000. Nilai probabilitasnya kecil dari level signifikan ($\alpha = 0,05$), maka H_0 untuk model ini di tolak dan H_a diterima, sehingga estimasi yang lebih baik digunakan dalam model ini adalah *Fixed Effect Model (FEM)*.

b. Hausman Test

Hausman test adalah pengujian statistik untuk memilih apakah *fixed effect model* atau *random effect model* yang paling tepat digunakan. Jika nilai statistik *Hausman* lebih kecil dari nilai kritisnya (0.05) maka H_a diterima (model yang tepat adalah *fixed effect model*) dan sebaliknya. Jika model *common effect* atau *fixed effect model* yang digunakan, maka langkah selanjutnya yaitu melakukan uji asumsi klasik. Namun apabila model yang digunakan jatuh pada *random effect model*, maka tidak perlu dilakukan uji asumsi klasik.

Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H_0 : *Random Effect Model*

H_a : *Fixed Effect Model*

Berdasarkan hasil uji *hausman test* pada **Tabel 5 (lampiran)** dengan menggunakan *evIEWS7*, didapat probabilitas sebesar 0,0000. Nilai probabilitasnya lebih kecil dari level signifikan ($\alpha = 0,05$), maka H_a untuk model ini diterima dan H_0 ditolak, sehingga estimasi yang lebih baik digunakan dalam model ini adalah *Fixed Effect Model (REM)*. Oleh karena itu, perlu untuk dilakukan uji asumsi klasik.

c. Uji Normalitas

Dari **Gambar 2 (lampiran)** dapat dilihat bahwa residual data belum terdistribusi dengan normal dimana nilai Jarque-Bera $663,8984 > 2$ dan nilai probabilitas $0,0000 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan data belum terdistribusi secara normal. Menurut Gujarati (2004:135), berdasarkan teorema limit central menyatakan bahwa suatu distribusi data dikatakan normal jika berasal dari data yang besar. Winarno (2009) menyatakan bahwa dalam analisis multivariat apabila setiap variabel terdiri atas 30 data maka data sudah berdistribusi normal. Dalam penelitian ini jumlah data untuk masing-masing variabel adalah 74 data, sehingga asumsi normalitas dalam penelitian ini tidaklah terlalu dipermasalahkan.

d. Uji Autokorelasi

Dari **Tabel 8 (lampiran)**, terlihat nilai Durbin-Watson sebesar 1,778755, maka dapat dinyatakan bahwa model yang digunakan terbebas dari gangguan autokorelasi

karena berada diantara nilai 1,54 hingga 2,46.

e. Uji Heterokedastisitas

Berdasarkan **Tabel 6 (lampiran)** di atas, dapat dilihat probabilitas masing-masing variabel $> 0,05$. Hal tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas dalam penelitian ini.

f. Uji Multikolinearitas

Dari **Tabel 7 (lampiran)**, terlihat bahwa seluruh variabel bebas memiliki nilai korelasi yang lebih kecil dari 0,8 maka variabel-variabel pada penelitian ini tidak memiliki masalah kolinearitas yang tidak berarti atau tidak memiliki masalah multikolinearitas.

2. Model Regresi Panel

Dari pengolahan menggunakan *eviews7* pada **Tabel 8 (lampiran)**, maka diperoleh persamaan regresi data panel sebagai berikut:

$$\text{IOS} = 1,475229 + 0,071923(\text{KD}) + 0,345125(\text{KH}) + 4,209864(\text{P}) - 0,000301(\text{L})$$

Keterangan hasil pengujian diatas dijelaskan sebagai berikut:

a) Konstanta (α)

Dari hasil uji analisis regresi panel terlihat bahwa konstanta sebesar 1,475229 menunjukkan bahwa tanpa adanya pengaruh dari variabel bebas yaitu kebijakan dividen, kebijakan hutang, profitabilitas, dan likuiditas maka IOS akan bertambah sebesar 1,475229.

b) Koefisien regresi (β) KD

Variabel kebijakan dividen (KD) memiliki koefisien regresi sebesar 0,071923. Artinya jika variabel kebijakan dividen

meningkat sebesar satu satuan maka IOS akan mengalami peningkatan sebesar 0,071923 dengan anggapan variabel bebas lainnya tetap.

c) Koefisien regresi (β) KH

Variabel Kebijakan Hutang (KH) memiliki koefisien regresi sebesar 0,345125. Artinya jika variabel kebijakan hutang meningkat sebesar satu satuan maka IOS akan mengalami peningkatan sebesar 0,345125 dengan anggapan variabel bebas lainnya tetap.

d) Koefisien regresi (β) P

Variabel profitabilitas (P) memiliki koefisien regresi sebesar 4,209864. Artinya jika variabel profitabilitas meningkat sebesar satu satuan maka IOS akan mengalami peningkatan sebesar 4,209864 dengan anggapan variabel bebas lainnya tetap.

e) Koefisien regresi (β) L

Variabel likuiditas (L) memiliki koefisien regresi sebesar -0,000301. Artinya jika variabel likuiditas meningkat sebesar satu satuan maka IOS akan mengalami penurunan sebesar -0,000301 dengan anggapan variabel bebas lainnya tetap.

3. Uji Model

a) Uji Koefisien Determinasi

Uji ini digunakan untuk menguji *goodness-fit* dari model regresi dimana untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen maka dapat dilihat dari nilai R^2 . Setiap tambahan satu variabel independen, maka R^2 akan meningkat tidak peduli apakah

variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Oleh karena itu untuk jumlah variabel yang lebih dari dua lebih baik menggunakan koefisien determinasi disesuaikan yaitu *adjusted R²* (Ghozali, 2009). Hasil estimasi pada **Tabel 8 (lampiran)**, diketahui bahwa nilai *adjusted R²* yang diperoleh sebesar **0.850270**. Hal ini mengindikasikan bahwa kontribusi variabel independen dan terhadap variabel dependen sebesar **85,02%** dan sebesar 14,98% ditentukan oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam model pada penelitian ini.

b) Uji F (Simultan)

Uji F dilakukan untuk menguji apakah model yang digunakan signifikan atau tidak, sehingga dapat dipastikan apakah model tersebut dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Jika probabilitas (*F-statistic*) lebih kecil dari *sig* (0,05) maka model regresi linear berganda dapat dilanjutkan atau diterima. Berdasarkan **Tabel 8 (lampiran)**, dapat dilihat bahwa probabilitas *F-statistic* yang diperoleh sebesar **0,000000** lebih kecil dari *sig* (0,05). Hal ini menandakan bahwa model regresi panel diterima atau model regresi ini menunjukkan tingkatan yang baik (*good overall model fit*) sehingga model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *investment opportunity set* (Ghozali, 2009).

c) Uji Hipotesis (t-Test)

Uji t dilakukan untuk mencari pengaruh variabel bebas terhadap

variabel terikat dalam persamaan regresi secara parsial dengan mengasumsikan variabel lain dianggap konstan. Uji t dilakukan dengan membandingkan antara nilai t yang dihasilkan dari perhitungan statistik dengan nilai t_{Tabel} . Untuk mengetahui nilai t_{hitung} dapat dilihat melalui tabel hasil uji regresi data panel.

Berdasarkan hasil olahan data statistik pada **Tabel 8 (lampiran)**, maka dapat dilihat pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial adalah sebagai berikut:

- 1) Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *investment opportunity set*. Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa koefisien β kebijakan dividen bernilai **positif** sebesar **0,071923**, nilai t_{hitung} 0,571844, dan tingkat signifikansi **0,5680**. Hal ini berarti bahwa kebijakan dividen (KD) berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *investment opportunity set*, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis pertama ditolak**.
- 2) Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *investment opportunity set*. Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa koefisien β kebijakan hutang bernilai **positif** sebesar **0,345125**, nilai t_{hitung} sebesar 5,967687, dan tingkat signifikansi **0,0000**. Hal ini berarti bahwa kebijakan hutang (KH) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *investment*

opportunity set, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis kedua ditolak**.

- 3) Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *investment opportunity set*. Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa koefisien β profitabilitas bernilai **positif** sebesar **4,209864**, nilai t_{hitung} 3,481668 dan tingkat signifikansi **0,0006**. Hal ini berarti bahwa profitabilitas (P) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *investment opportunity set*, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis ketiga diterima**.
- 4) Hipotesis keempat dalam penelitian ini adalah likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *investment opportunity set*. Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa koefisien β likuiditas bernilai **negatif** sebesar **-0,000301**, nilai t_{hitung} -0,143623 dan tingkat signifikansi **0,8859**. Hal ini berarti bahwa likuiditas (L) berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap *investment opportunity set*, sehingga dapat disimpulkan **hipotesis keempat ditolak**.

Pembahasan Hasil Uji Hipotesis

1) Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap *Investment Opportunity Set*

Berdasarkan analisis statistik dalam penelitian di perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2014, ditemukan bahwa hipotesis H_1 ditolak, sehingga

dapat disimpulkan besar atau kecilnya dividen yang diberikan oleh perusahaan kepada investor tidak mempengaruhi kesempatan investasi suatu perusahaan. Hal ini berarti sesuai dengan teori irrelevansi dividen. Dimana menurut teori ini perusahaan bisa saja membagikan dividen yang banyak ataupun sedikit, asalkan dimungkinkan menutup kekurangan dana dari sumber ekstern. Jadi yang penting apakah investasi yang tersedia diharapkan akan memberikan *net present value* yang positif, tidak peduli apakah dana yang dipergunakan untuk membiayai berasal dari dalam perusahaan (menahan laba) atau dari luar perusahaan (menerbitkan saham baru). Dampak pilihan keputusan tersebut sama saja bagi kekayaan pemodal, atau keputusan dividen tidak relevan (*the irrelevant of dividend*). Hasil ini sesuai dengan penelitian Lestari (2004) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap *investment opportunity set*.

2) Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap *Investment Opportunity Set*

Berdasarkan hasil analisis statistik di atas dalam penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2014, ditemukan bahwa hipotesis H_2 ditolak. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama et.al (2000) dalam Subchan dan Sudarman (2010), yang menyatakan hutang yang tinggi cenderung menunjukkan keseimbangan biaya pendanaan yang mendorong perusahaan mempunyai investasi yang besar. Semakin besar

perusahaan menggunakan dana eksternal khususnya hutang yang dilakukan apabila *retained earning* dan *internal equity* tidak mencukupi, maka semakin besar kesempatan investasi perusahaan. Menurut *tradeoff theory* penggunaan hutang yang tinggi akan memberikan manfaat bagi perusahaan, karena manfaat bersih dari penggunaan hutang lebih besar dibandingkan dengan biaya yang ditimbulkan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Lestari (2010), Subekti dan Kusuma (2000), dan Fijriyanti (2002) yang menyatakan bahwa adanya hubungan negatif antara kebijakan hutang dengan set kesempatan investasi.

3) Pengaruh Profitabilitas terhadap *Investment Opportunity Set*

Berdasarkan hasil analisis statistik di atas dalam penelitian di perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2014, ditemukan bahwa hipotesis H_3 diterima, sehingga dapat disimpulkan bahwa H_a diterima, H_0 ditolak. Hasil ini sesuai dengan penelitian AlNajjar dan Belkaoui dalam Lestari (2004) yang menyatakan profitabilitas berpengaruh positif terhadap *investment opportunity set*. Hal tersebut mendukung teori sinyal bahwa profitabilitas perusahaan merupakan sinyal pertumbuhan perusahaan di masa datang. Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan adanya peningkatan ROA, maka meningkat pula probabilitas IOS perusahaan. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh tingkat laba tertentu

atas operasi perusahaan. Dengan profitabilitas yang tinggi, perusahaan mampu menghasilkan jumlah laba yang optimal sehingga menambah jumlah laba ditahan perusahaan dan dengan jumlah laba ditahan yang meningkat tersebut maka akan meningkatkan kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi.

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Subchan dan Sudarma (2010), dan Yani (2014) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap *investment opportunity set*.

4) Pengaruh Likuiditas terhadap *Investment Opportunity Set*

Berdasarkan hasil analisis statistik di atas dalam penelitian di perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2014, ditemukan bahwa hipotesis H_4 ditolak, sehingga dapat disimpulkan besar atau kecilnya nilai *current ratio* perusahaan tidak mempengaruhi kesempatan investasi suatu perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Hamzah (2006) yang menyatakan bahwa likuiditas tidak memiliki pengaruh terhadap *investment opportunity set*. Namun, hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Nika dan Mahaputra (2011) yang menyatakan likuiditas berpengaruh positif terhadap *investment opportunity set*. Hal tersebut disebabkan perusahaan memiliki jumlah *asset* lancar lebih banyak dibandingkan dengan jumlah hutang yang dimiliki oleh perusahaan. Dengan tingkat *asset*

lancar yang lebih tinggi dari hutang lancar maka perusahaan akan memiliki kesempatan yang lebih tinggi untuk melakukan investasi.

5. Penutup

Kesimpulan

Berdasarkan hasil temuan penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa:

1. Kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *investment opportunity set* yang diproksikan dengan *market to book value of equity*.
2. Kebijakan hutang yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *investment opportunity set* yang diproksikan dengan *market to book value of equity*.
3. Profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *investment opportunity set* yang diproksikan dengan *market to book value of equity*.
4. Likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *investment opportunity set* yang diproksikan dengan *market to book value of equity*.

Keterbatasan Penelitian

1. Proksi yang digunakan sebagai alat ukur *investment opportunity set* hanya menggunakan satu proksi, yaitu *market to book value of equity*

(MBVE). Dengan sedikitnya proksi yang digunakan, memungkinkan terjadinya kelemahan dalam menilai *investment opportunity set*.

2. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah perusahaan manufaktur dengan pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, sehingga hasil penelitian belum dapat digeneralisasikan.
3. Masih ada variabel lain yang belum digunakan dan memiliki kontribusi dalam mempengaruhi *investment opportunity set*.

Saran

Berdasarkan pembahasan dan kesimpulan yang ada pada penelitian ini, maka saran dari penelitian ini diantaranya:

1. Bagi perusahaan
 - a. Perusahaan hendaknya tidak menolak untuk meningkatkan hutang, karena berdasarkan hasil penelitian ini variabel kebijakan hutang menunjukkan hubungan positif dengan set kesempatan investasi, dimana apabila perusahaan berani untuk memilih sumber dana eksternal untuk berinvestasi dan apabila *internal equity* tidak mencukupi, maka akan meningkatkan kesempatan investasi perusahaan.
 - b. Perusahaan yang memiliki tingkat laba yang tinggi, alangkah baiknya untuk menahan laba tersebut guna untuk kegiatan investasi yang cenderung akan menunjukkan pertumbuhan perusahaan.
2. Bagi Penelitian Selanjutnya

- a. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan objek lain, tidak hanya pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, tetapi juga industri dari sektor lainnya.
- b. Penelitian selanjutnya juga dapat menggunakan proksi lain sebagai alat ukur *investment opportunity set*, seperti proksi berdasarkan investasi dan *variance*.
- c. Penelitian selanjutnya agar dapat menggunakan variabel resiko, arus kas bebas, solvabilitas dan rasio aktifitas sebagai variabel independen yang mempengaruhi *investment opportunity set* semakin banyak variabel yang diteliti maka akan semakin nampak IOS pada perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- AlNajjar, Fouad K. & Belkaoui, A.R. 2001. "Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities". *Journal of Managerial Finance*, Vol.27, No.3, pp.72 – 90.
- Atmawati, Dyah P. 2010. "Pengaruh Cash Flow, Profitability, dan Company Growth: Pengujian Atas Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia". *Skripsi*. Surakarta: Universitas Sebelas Maret.
- Bambang. 2014. "Meski Bergerak Fluktuatif, IHSG Berakhir Positif di 5.166,09". www.kompas.com, diakses 5 Januari 2016.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. 2006. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. 2011. *Dasar - Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11 Jilid 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Fijriyanti, Tettet. & Hartono, M. Jogiyanto. 2004. "Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen". *SNA III, 2000*.
- Gaver, J.J., dan Gaver, K.M. 1993. "Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend, and Compesation Policies". *Journal of Accounting and Economic*. pp. 125-160.
- Hamzah, Ardi. 2006. "Analisis Rasio Likuiditas, Profitabilitas, Aktivitas, Solvabilitas dan Investment Opportunity Set dalam Tahapan Siklus Kehidupan Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) Tahun 2001 – 2005". *Jurnal Akuntansi FE*. Madura: Universitas Trunojoyo.
- Hanafi, Mamduh. M. & Halim, Abdul. 2005. *Analisis Laporan Keuangan*, ed. Ketiga. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Hartono. 2005. "Hubungan Teori Signalling dengan Underpricing Saham Perdana di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Bisnis dan*

- Manajemen*. Hlm. 35-48.
- Husnan, Suad. 2008. *Pembelajaan Perusahaan (Dasar-dasar Manajemen Keuangan)*. Yogyakarta: Liberty.
- Ikatan Akuntansi Indonesia. 2009. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Indrawati, Titik & Suhendro. 2006. "Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2004". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol.3 No.1 (Januari-Juni). Hlm. 77-105.
- Jamiyah, Siti Hidayatul. 2010. "Pengaruh kebijakan pendanaan, dividen, dan profitabilitas terhadap set kesempatan investasi". *Skripsi*. Yogyakarta: Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Cost of Free cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *AEA Papers and Proceedings*, May, Vol.76 No.2. pp.323-329.
- Kallapur, Sanjay & Trombley, M.A. 2001. *The Investment Opportubity Set: Determinants, Consequences and Measurement*. Volume 27 No.3 *Managerial Finance*.
- Kasmir. 2013. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Keown, Arthur J. 2008. *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*. Jakarta : Indeks
- Lestari, Holydia. 2004. "Pengaruh Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, Risiko dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi". *SNA 7: Ikatan Akuntansi Indonesia*.
- Manurung, Poltak. 2013. "Analisis Pengaruh Kebijakan Hutang, Ukuran Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Set Kesempatan Investasi". *Skripsi*.
- Martati, Indah. 2010. "Asosiasi Kebijakan Pendanaan dan Investment Opportunity Set Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Administrasi Bisnis*, Vol.7 No.1.
- Meythi. 2007. "Rasio Keuangan yang Paling Baik sebagai Prediktor Risiko Sistemik: Suatu Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, Vol.6 No.2 (November). Hlm.1-23.
- Myers, Stewart C. 1977. "Determinant of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics*, No.5: 147-175.
- Nika & Mahaputra. 2011. "The Effect Of Liquidity, Solvency, And Profitability On Investment Opportunity Set". *Jurnal FE*. Universitas Mahasaraswati

- Denpasar.
- Nugroho, Julianto Agung & Hartono, Jogiyanto. 2002. "Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan". *SNA 5: Ikatan Akuntansi Indonesia*.
- Ogolmagai, Natalia, 2013. "Leverage Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan pada Industri Manufaktur yang Go Public di Indonesia". *Jurnal EMBA Vol.1 No.3*.
- Pagalung, Gagaring. 2003. "Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS)". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol.6 No.3 (September) : 249-263*.
- Rokhayati, Isnaeni. 2005. "Analisis Hubungan Investment Opportunity Set (IOS) dengan Realisasi Pertumbuhan serta Perbedaan Perusahaan yang Tumbuh dan Tidak Tumbuh terhadap Kebijakan Pendanaan dan Dividen di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal SMART Vol.1 No.2. Hlm.41-60*.
- Setiarini, Aprilia. 2006. *Korelasi Investment Opportunity Set (IOS) Perusahaan Tumbuh dan Tidak Bertumbuh terhadap Abnormal Return Perusahaan*. Penelitian Fakultas Ekonomi UII Yogyakarta
- Soliha, Euis & Taswan. 2002. "Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.
- Subchan dan Sudarma. 2010. "Pengaruh Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.
- Subramanyam, K.R. & Wild John J. 2011. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta :Salemba Empat.
- Syarifah, Zahrotus & Zuhrotun. 2009. "Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Dan Profitabilitas Terhadap Set Kesempatan Investasi". *Buletin Ekonomi Vol.7 No. 2 Desember 2009. Hlm.183-201*.
- Tendelilin, Eduardus. 2010. *Analisis dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE Fakultas Ekonomi UGM.
- Winarno, Wing. 2009. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*. Edisi Kedua. Yogyakarta : UPP STIM YKPN
- Yendrawati, Reni & Adhianza, F.R. 2013. "Faktor – Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS) Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Inovasi dan Kewirausahaan Vol.2 No.1 Januari 2013. Hlm. 32-41*.

LAMPIRAN

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014	142
Perusahaan manufaktur yang <i>delisting</i> di BEI periode 2011-2014	(14)
Perusahaan manufaktur yang tidak menyajikan laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2011-2014	(25)
Perusahaan manufaktur yang tidak menyajikan laporan keuangan dengan menggunakan mata uang rupiah	(29)
Jumlah perusahaan yang menjadi sampel	74

Sumber : idx.co.id

Tabel 2. Daftar Perusahaan Sampel

NO	KODE	NAMA PERUSAHAAN
1	ADES	Akasha Wira International Tbk.
2	AISA	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.
3	AKPI	Argha Karya Prima Industry Tbk.
4	ALDO	Alkindo Naratama Tbk.
5	ALKA	Alakasa Industrindo Tbk.
6	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk.
7	AMFG	Asahimas Flat Glass Tbk.
8	APLI	Asiaplast Industries Tbk.
9	ARNA	Arwana Citra Mulia Tbk.
10	ASII	Astra International Tbk.
11	AUTO	Astra Auto Part Tbk.
12	BATA	Sepatu Bata Tbk.
13	BIMA	Primarindo Asia Infrastructure Tbk.
14	BTON	Beton Jaya Manunggal Tbk.
15	BUDI	Budi Acid Jaya Tbk.
16	CEKA	Cahaya Kalbar Tbk.
17	CPIN	Charoen Phokpand Indonesia Tbk.
18	DLTA	Delta Djakarta Tbk.
19	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara Tbk.

NO	KODE	NAMA PERUSAHAAN
20	DVLA	DaryaVaria Laboratoria Tbk.
21	EKAD	Ekadharna Internationa Tbk.
22	ETWA	Eterindo Wahanatama Tbk.
23	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk.
24	GGRM	Gudang Garam Tbk.
25	GJTL	Gajah Tunggal Tbk.
26	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.
27	IGAR	Champion Pasific Indonesia Tbk.
28	IMAS	Indomobil Sukses Internasional Tbk.
29	INAF	Indofarma (Persero) Tbk.
30	INAI	Indal Aluminium Industry Tbk.
31	INCI	Intanwijaya International Tbk.
32	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
33	INDS	Indospring Tbk.
34	INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk.
35	JECC	Jembo Cable Company Tbk.
36	JPFA	Japfa Comfeed Indonesia Tbk.
37	JPRS	Jaya Pari Steel Tbk.
38	KAEF	Kimia Farma Tbk.
39	KBLI	KMI Wire and Cable Tbk.
40	KBLM	Kabelindo Murni Tbk.
41	KBRI	Kertas Basuki Rachmat Indonesia Tbk.
42	KDSI	Kedawung Setia Industrial Tbk.
43	KIAS	Keramika Indonesia Asosiasi Tbk.
44	KICI	Kedaung Indah Can Tbk.
45	KLBF	Kalbe Farma Tbk.
46	LION	Lion Metal Works Tbk.
47	LMSH	Lionmesh Prima Tbk.
48	MAIN	Malindo Feedmill Tbk.
49	MBTO	Martina Berto Tbk.
50	MERK	Merck Tbk.
51	MLIA	Nulia Industrindo Tbk.
52	MRAT	Mustika Ratu Tbk.
53	MYOR	Mayora Indah Tbk.
54	PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk.
55	RICY	Ricky Putra Globalindo Tbk.
56	RMBA	Bentoel Internasional Investama Tbk.

NO	KODE	NAMA PERUSAHAAN
57	SCCO	Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk.
58	SIAP	Sekawan Intipratama Tbk.
59	SIPD	Sierad Produce Tbk.
60	SKLT	Sekar Laut Tbk.
61	SMCB	Holcim Indonesia Tbk.
62	SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.
63	SMSM	Selamat Sempurna Tbk.
64	SPMA	Suparma Tbk.
65	SQBB	Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk.
66	SRSN	Indo Acidatama Tbk.
67	SSTM	Sunson Textile Manufacturer Tbk.
68	TCID	Mandom Indonesia Tbk.
69	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk.
70	TRST	Trias Sentosa Tbk.
71	TSPC	Tempo Scan Pasific Tbk.
72	ULTJ	Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk.
73	VOKS	Voksel Electric Tbk.
74	YPAS	Yanaprima Hastapersada Tbk.

Sumber: idx.co.id dan finance.yahoo.co.id

Tabel 3.
Statistik Deskriptif Perusahaan Manufaktur

	IOS	KD	KH	P	L
Mean	2.162262	0.278526	1.003094	0.076565	5.041145
Median	1.359550	0.153100	0.666200	0.064900	1.817050
Maximum	8.994100	6.301600	9.468700	0.395600	464.9844
Minimum	-2.695200	-1.032800	-8.338300	-0.222300	0.474300
Std. Dev.	2.073628	0.524528	1.338808	0.083554	30.44024

Sumber : Data olahan views7 tahun 2016

Tabel 4.
Hasil uji Chow Test atau Likelihood Test

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	11.850776	(73,218)	0.0000
Cross-section Chi-square	474.515721	73	0.0000

Sumber : Data olahan evIEWS7 tahun 2016

Tabel 5.
Hasil uji Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	51.879249	4	0.0000

Sumber : Data olahan evIEWS7 tahun 2016

Tabel 6.
Uji Heterokedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.568895	0.166439	3.418039	0.0008
KD	0.151715	0.146052	1.038777	0.3001
KH	-0.024530	0.038637	-0.634872	0.5262
P	-1.460223	2.280803	-0.640223	0.5227
L	-0.000114	0.000312	-0.364368	0.7159

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.467226	Mean dependent var	0.474172
Adjusted R-squared	0.279045	S.D. dependent var	1.438284
S.E. of regression	1.221234	Akaike info criterion	3.458763
Sum squared resid	325.1277	Schwarz criterion	4.431222
Log likelihood	-433.8969	Hannan-Quinn criter.	3.848116
F-statistic	2.482850	Durbin-Watson stat	2.690134
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber : Data olahan evIEWS7 tahun 2016

Tabel 7.
Uji Multikolinearitas

	KD	KH	P	L
Kebijakan Dividen	1.000000	0.046273	0.230717	-0.040063
Kebijakan Hutang	0.046273	1.000000	-0.262712	-0.080011
Profitabilitas	0.230717	-0.262712	1.000000	-0.047280
Likuiditas	-0.040063	-0.080011	-0.047280	1.000000

Sumber : Data olahan eviews7 tahun 2016

Tabel 8.
Hasil Estimasi Regresi Panel dengan *Fixed Effect Model*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.475229	0.123703	11.92554	0.0000
KD	0.071923	0.125775	0.571844	0.5680
KH	0.345125	0.057832	5.967687	0.0000
P	4.209864	1.209151	3.481668	0.0006
L	-0.000301	0.002098	-0.143623	0.8859

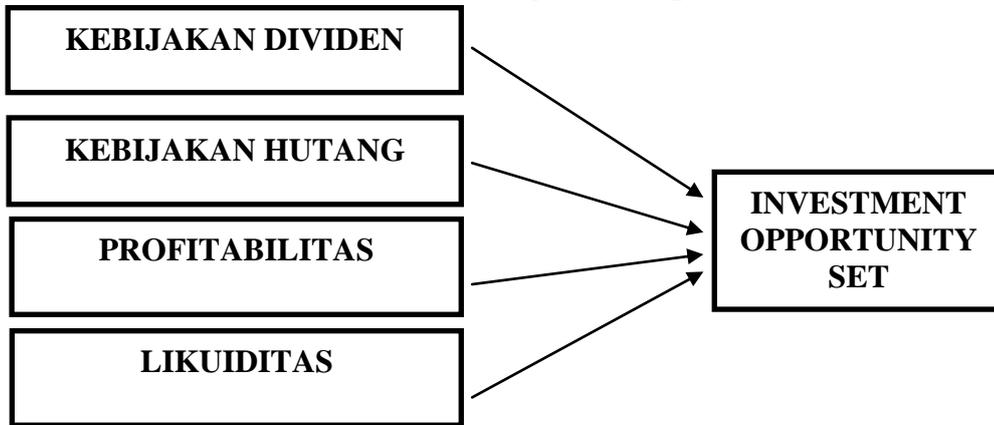
Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.889352	Mean dependent var	2.162262
Adjusted R-squared	0.850270	S.D. dependent var	2.073628
S.E. of regression	0.802390	Akaike info criterion	2.618719
Sum squared resid	140.3549	Schwarz criterion	3.591178
Log likelihood	-309.5703	Hannan-Quinn criter.	3.008072
F-statistic	22.75598	Durbin-Watson stat	1.778755
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber : Data olahan Eviews7 tahun 2016

Gambar 1. Kerangka Konseptual



Gambar 2. Hasil Uji Normalitas

