



Keterkaitan Peluang Investasi, Hutang dan Kebijakan Dividen

Herry Subayo¹

Toto Suharmanto²

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Dian Nuswantoro¹

Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Stikubank (UNISBANK)²

Jl. Nakulo No. 5-11, Sematang, 50131, Indonesia¹

Jl. Kendeng V Bendan Ngisor Semarang 50233, Indonesia²

Info Artikel

Sejarah Artikel:

Diterima: 9 Januari 2018

Disetujui: 12 April 2018

Keywords:

Investment Opportunities; Debt;

Dividends

Abstract

Dividend decisions must consider many aspects, not only liquidity positions but also related to behavioral problems. This study examines the role of investment opportunities and debt in influencing dividend policy. The model developed puts investment opportunities and debt as moderating variables. The sample used is non-financial companies listed on the IDX of 2011-2013, while the sampling technique uses purposive sampling. Findings, investment opportunities and debt are proven to weaken the role of profitability in determining dividends. This finding is very phenomenal, that the level of debt in the non-financial industry has level number that can affect dividend payments. based on the level of debt, investment decisions as a realization of the availability of investment opportunities tend to use internal source.

Abstrak

Keputusan dividen perlu mempertimbangkan banyak aspek, tidak hanya posisi likuiditas tetapi juga terkait dengan masalah perilaku. Penelitian ini menguji peran peluang investasi dan hutang dalam mempengaruhi kebijakan dividen. Model yang dibangun menempatkan peluang investasi dan utang sebagai variabel yang memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap dividen. Sampel yang digunakan adalah perusahaan non keuangan yang diperdagangkan di BEI periode 2011-2013, sedangkan teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling. Teknik analisis menggunakan regresi dengan moderasi nilai selisih mutlak. Hasil penelitian peluang investasi dan hutang terbukti memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap dividen. Temuan ini cukup fenomenal, bahwa tingkat hutang pada industri non finansial telah mencapai jumlah yang dapat mempengaruhi pembayaran dividen. Atas dasar kondisi tersebut, keputusan investasi sebagai realisasi dari tersedianya peluang investasi cenderung menggunakan sumber dana internal

✉ Corresponding Author:

Herry Subagyo

E-mail:

herry.subagyo@dsn.dinus.ac.id

ISSN (print): 1412-3126

ISSN (online): 2655-3066

PENDAHULUAN

Literatur keuangan menjelaskan bahwa salah satu keputusan penting yang harus dilakukan oleh manajemen adalah keputusan

dividen. Meskipun merupakan kegiatan rutin, masalah kebijakan dividen ini tidak mudah, karena harus mempertimbangkan banyak aspek. Aspek yang dipertimbangkan bukan ha-

nya terkait dengan posisi likuiditas perusahaan, tetapi juga terkait masalah perilaku, yaitu aksi dan reaksi pihak yang mempunyai kepentingan terhadap keputusan keuangan tersebut. Pertimbangan perilaku dilatarbelakangi adanya praktik pemisahan antara kepemilikan dengan pengelolaan perusahaan, yang akan berpotensi menimbulkan konflik kepentingan. Manajemen sebagai pihak yang mengambil keputusan melakukan keputusan atas dasar kewenangan yang didelegasikan oleh pemilik perusahaan. Hal ini dimaksudkan agar permasalahan yang kompleks dapat dilakukan secara optimal. Namun demikian, sering kali manajemen tidak bertindak untuk kepentingan pemilik perusahaan oleh karena itu harus dilakukan monitor (Jensen dan Meckling, 1976).

Konsep keagenan menjelaskan, bahwa ada tiga kebijakan yang bisa dilakukan untuk memonitor manajemen, yaitu, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan kepemilikan saham manajemen (*insider ownership*). Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menjelaskan bahwa kebijakan dividen dapat mengurangi konflik keagenan karena memaksa manajemen mencari sumberdana dari eksternal untuk membiayai investasinya. Sedangkan menurut Jensen (1986) manajemen harus didisiplinkan dengan kebijakan hutang, karena hutang dapat mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan, logikanya adalah, peningkatan hutang akan meningkatkan *leverage*, sehingga berpotensi meningkatkan kebangkrutan. Kekhawatiran kebangkrutan dapat mendorong manajer bekerja lebih keras. Selanjutnya dijelaskan pula, bahwa hutang dapat memaksa manajemen untuk membayar kewajiban tersebut, sehingga mengurangi *free cash flow* yang dapat digunakan manajemen untuk investasi yang kurang prospektif. Bukti empirik konsistensi peran hutang dalam menurunkan konflik keagenan dijelaskan oleh Haris dan Raviv (1991), bahwa hutang dapat menurunkan konflik keagenan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Di sisi lain, hutang dapat meningkatkan biaya marginal, karena hutang yang bertambah dapat menyebabkan meningkatnya risiko (Crutchley dan

Hansen, 1989).

Faktor lain yang perlu dipertimbangkan terkait dengan kebijakan dividen adalah, pertumbuhan perusahaan, Hanafi (2008;375), peluang investasi merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan dividen. Kebijakan dividen perlu memperhatikan eksistensi dan pertumbuhan perusahaan dalam jangka panjang. Untuk kepentingan tersebut, manajemen perlu menginvestasikan kembali sebagian laba yang diterima untuk menjaga pertumbuhan, serta kesejahteraan pemilik dalam jangka panjang. Laba tidak seluruhnya dibagikan kepada pemegang saham, sebagian harus disisihkan (*retained earning*) untuk kepentingan investasi dan menjaga likuiditas perusahaan. Jumlah dividen yang dibagikan setiap perusahaan berbeda-beda, tergantung dengan situasi dan kondisi finansial masing-masing perusahaan.

Smith dan Watts (1992), serta Gaver dan Gaver (1993) menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki peluang investasi tinggi cenderung membayar dividen yang kecil, karena membutuhkan dana yang cukup besar untuk membiayai peluang investasi tersebut. Untuk membiayai investasi tersebut, perusahaan lebih mengutamakan menggunakan sumber dana internal (laba), karena lebih murah (Myers & Majluf, 1984). Kebijakan ini tentunya akan mengurangi porsi laba yang akan dibagikan kepada pemilik perusahaan sebagai dividen. Terkait dengan itu La Porta (2000), menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang cepat membayar dividen rendah. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi cenderung membayar dividen rendah, sedangkan perusahaan yang tidak tumbuh cenderung membayar dividen lebih tinggi (Herdinata, 2009).

Peluang investasi dan hutang merupakan faktor yang berperan dalam mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan. Penelitian ini mengembangkan model dengan menempatkan Peluang investasi dan kebijakan hutang sebagai variabel yang memoderasi pengaruh profitabilitas perusahaan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian tentang pengaruh profitabili-

tas terhadap kebijakan dividen telah banyak dilakukan. Namun, belum banyak penelitian yang menggunakan peluang investasi dan hutang sebagai moderasi untuk pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Tujuan penelitian adalah untuk mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan peluang investasi dan hutang sebagai moderasi.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Dividen merupakan pembayaran kepada pemegang saham dari laba perusahaan, baik laba yang diperoleh sekarang, maupun periode sebelumnya. Pembayaran dividen tersebut merupakan bentuk kompensasi atas risiko investasi yang ditanggung pemilik perusahaan (Garrison dan Noreen, 2001). Sedangkan Pandey (2009), Artini dan Puspaningsih (2011), Efni, dkk. (2012) dividen merupakan keputusan manajer keuangan terkait dengan pendistribusian seluruh atau sebagian dari laba perusahaan, sehingga diperoleh keseimbangan. Maka keseimbangan menunjukkan kebijakan dividen perlu mempertimbangkan kepentingan manajemen sebagai pengelola keuangan perusahaan dan pemilik perusahaan. Dividen merupakan bagian dari pendapatan (*return*) yang diterima selain *capital gain*. Dalam perspektif akuntansi, laba bersih adalah pendapatan yang merupakan hak para pemegang saham. Menunda atau mengurangi pendapatan hanya dibenarkan oleh para pemegang saham, jika penundaan tersebut mampu meningkatkan nilai tambah (*capital gain*) dimasa yang akan datang. *Capital gain* diperoleh apabila laba tersebut diinvestasikan pada peluang investasi yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif. Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan *trade off* antara *return* yang diterima saat ini, dengan *capital gain* pada masa mendatang.

Preferensi pemegang saham terhadap dividen sampai saat ini masih menjadi isu yang menarik untuk diperdebatkan, perbedaan pandangan terkait dengan apakah dividen dibagi sebesar-besarnya atau dibagi cukup kecil saja. Lintner (1962), Gordon (1963), dan

Bhattarcarya (1979) merupakan para ahli keuangan yang berpandangan bahwa dividen sebaiknya dibagi sebesar-besarnya kepada pemegang saham antara lain. Konsepnya yang dikemukakan disebut *bird in hand*, menjelaskan bahwa dividen sebaiknya dibagikan sebanyak-banyaknya, karena kas saat ini lebih pasti daripada *capital gain* yang diharapkan diperoleh pada masa mendatang. Sedangkan pandangan yang berlawanan dijelaskan dalam konsep *dividend residual*, menurut konsep ini dividen merupakan alternatif terakhir, setelah semua kebutuhan kas dipenuhi. Artinya, pembagian dividen merupakan sisa laba setelah semua kebutuhan investasi dipenuhi.

Perbedaan konsep sebagaimana diuraikan menggambarkan bahwa profitabilitas merupakan faktor utama dalam menentukan pembayaran dividen, tingginya profitabilitas menunjukkan kemampuan membayar dividen. dan sebaliknya, bahkan perusahaan tidak memiliki kewajiban untuk membayar dividen apabila tidak memperoleh laba. Pembayaran dividen juga harus taat dengan aturan yang berlaku, menurut UU No 40 tahun 2007, perusahaan bisa melakukan pembayaran dividen apabila memenuhi persyaratan. Pertama, Perusahaan wajib memiliki saldo laba yang positif. Kedua, Perusahaan wajib memiliki cadangan yang mencapai paling sedikit 20% dari jumlah modal yang ditempatkan dan disetor. Bukti empirik keterkaitan dividen dengan profitabilitas dijelaskan oleh Pruitt dan Gitman (1991), Baker *et al.*, (2002), Damayanti dan Achyani (2006), Al-Kuwari (2009), Malik *et al.*, (2013). Manajemen dalam mengambil kebijakan deviden juga mempertimbangkan dampaknya terhadap nilai perusahaan (Afni, 2011). Manajemen berkewajiban untuk meningkatkan kemakmuran pemilik, melalui peningkatan nilai perusahaan.

Pembayaran dividen juga terkait dengan peluang investasi (*Potential investment*). Literatur keuangan menjelaskan bahwa peluang investasi merupakan prospek terbukanya peluang untuk memperoleh laba dari investasi yang tersedia. Perusahaan yang memiliki peluang investasi membutuhkan dukungan dana yang cukup besar, dimana salah satunya ber-

sumber dari internal, yaitu laba operasi. Laba merupakan sumber dana internal yang lebih diutamakan, karena biayanya relatif murah (Myers & Majluf, 1984).

Dalam *pecking Order theory* perusahaan memiliki preferensi dalam membiayai operasional usahanya. Manajemen lebih menyukai sumber pendanaan internal, yaitu dari laba ditahan ketimbang hutang (Murhadi, 2011), Nuswandari (2013) Chandrarin dan Cahyaningsih (2018). Penggunaan sumber dana internal ini dapat mempengaruhi porsi kas yang akan didistribusikan sebagai dividen.

Salah satu indikator perusahaan yang melakukan investasi terlihat dari pertumbuhan asetnya dan sebaliknya, perusahaan yang tidak melakukan investasi asetnya tidak tumbuh, dengan demikian pertumbuhan aset merupakan petunjuk perusahaan yang memiliki peluang investasi. Terkait dengan hal tersebut, Myers (1977), menjelaskan bahwa kombinasi aset yang ditempatkan dengan peluang investasi akan menghasilkan nilai perusahaan. artinya, bahwa perusahaan yang memiliki peluang investasi dan memiliki kecukupan aset akan menghasilkan *capital gain* yang dapat mensejahterakan pemilik perusahaan dalam jangka panjang.

Bukti empirik hubungan antara peluang investasi dengan kebijakan dividen dikemukakan oleh Gaver dan Gaver (1993), Shanti dan Wulaningrum (2005), bahwa perusahaan yang memiliki peluang tumbuh tinggi cenderung membayar dividen rendah. Herdinata (2009), menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang berbeda akan membuat kebijakan pembayaran dividen yang berbeda. Subramaniam *et al.*, (2011) perusahaan yang memiliki peluang tumbuh cenderung menggunakan sumber dana internal (*retained earning*), artinya perusahaan yang memiliki peluang tumbuh *dividend payout ratio* nya cenderung rendah. Berdasarkan temuan empirik maka diajukan hipotesis 1 sebagai berikut:

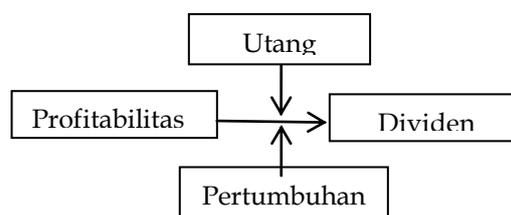
H₁: Peluang investasi memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap pembayaran dividen.

Kebijakan dividen terkait dengan hutang, perusahaan yang memiliki hutang besar

harus menyediakan kas yang cukup untuk menutup beban tetap sebagai konsekuensi penggunaan utang tersebut. Terkait dengan itu, sebagian laba yang diperoleh harus disisihkan untuk menutup beban tetap. Semakin besar hutang yang digunakan, semakin besar pula laba yang harus dibayarkan kepada kreditur. Dengan demikian hutang dapat membatasi kemampuan mendistribusikan dividen kepada pemegang saham. Penjelasan tersebut menunjukkan bahwa hutang tidak secara langsung mempengaruhi dividen, tetapi penggunaan hutang memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap dividen. Berapapun jumlah hutang yang digunakan tidak akan mempengaruhi pembagian dividen, apabila perusahaan tidak memperoleh laba. Dengan demikian posisi hutang yang terkait dengan dividen posisinya sebagai variabel yang memperlemah.

Temuan empirik hubungan hutang dengan dividen dilakukan oleh Gill *et al.*, (2010) dimana hutang berhubungan terbalik dengan dividen. Kewajiban membayar angsuran dan bunga dari penggunaan hutang dapat membatasi penyediaan kas untuk membayar dividen. Berdasarkan penjelasan tersebut dapat diajukan hipotesis 2 sebagai berikut : H₂: Hutang memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap dividen.

Berdasarkan pada pola hubungan antar variabel sebagaimana telah dijelaskan, dapat digambarkan pada gambar 1.



Gambar 1: Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN.

Penelitian ini menggunakan *Bird in hand theory* sebagai dasar utama dan beranggapan bahwa perusahaan memprioritaskan pembagian dividen yang tinggi. Semakin tinggi aktivitas investasi atau penggunaan utang, semakin kecil porsi laba yang dapat dibayarkan

sebagai dividen (Rozeff,1982 dan Easterbrook, 1984)

Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan non *financial* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2011-2013. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut: 1) perusahaan yang membuat laporan secara berturut-turut dari tahun 2011-2013. 2) Perusahaan yang membagikan dividen.

Definisi operasional dan Pengukuran variabel.

Dividen (*Divident*)

Dividen merupakan bagian keuntungan yang didistribusikan kepada pemegang saham, dimaksudkan sebagai imbal hasil atas investasi dan penanggungungan risiko (Garrison,2001). Sedangkan pengukuran variabel dividen digunakan *dividen per share*, yaitu total semua dividen tunai yang dibagikan kepada pemegang saham dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar (Brigham dan Ehrhardt, 2005). Diformulasikan sebagai berikut:

$$DPS = \frac{\text{Total kas dividen}}{\text{Jumlah lembar saham}}$$

Peluang Investasi (*investment opportunity*)

Peluang investasi merupakan prospek terbukanya peluang bisnis yang dapat menghasilkan keuntungan dimasa yang akan datang. Peluang investasi menggambarkan prospek yang dapat menghasilkan nilai sekarang bersih (NPV). Penelitian ini menggunakan proksi pertumbuhan aset sebagai indikator peluang investasi, dimana semakin bertambah aset perusahaan menunjukkan semakin besar peluang investasi yang tersedia.

Indikator yang digunakan untuk mengukur peluang investasi diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Peluang Investasi} = \frac{\text{Total aset}(t) - \text{Total aset}(t-1)}{\text{Total aset}(t-1)}$$

Hutang (*debt*).

Hutang merupakan sumberdana yang

diperoleh dari kreditor yang terdiri dari hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang. Untuk mengukur besarnya hutang dalam perusahaan digunakan struktur modal, yaitu jumlah hutang digunakan dibandingkan dengan jumlah aset yang dimiliki perusahaan (Brigham dan Ehrhardt, 2005). Penelitian ini menggunakan *debt to total assets* sebagai ukuran penggunaan hutang dalam perusahaan. Rasio hutang ini diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Rasio utang} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

Profitabilitas (*Profitability*).

Profitabilitas dalam penelitian ini diproksikan dengan *Net profit margin* (NPM). NPM merupakan perbandingan antara laba bersih dengan penjualan. Konsep ini dipilih karena laba bersih merupakan keuntungan maksimal yang mungkin dapat dibagikan sebagai kas dividen. Net profit margin dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Net Profit margin} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan}}$$

Teknik Analisis.

Untuk menguji peran variabel *moderating* dalam mempengaruhi variabel independen terhadap variabel dependen, digunakan model moderasi selisih mutlak, diformulasikan sebagai berikut:

Model 1 : Peluang Investasi sebagai variabel moderasi

$$Y = \alpha_1 + \beta_1 Z_{NPM} + \beta_2 Z_{INV} + \beta_3 |Z_{NPM} - Z_{INV}| + \epsilon_1$$

Model 2: Kebijakan utang sebagai variabel moderasi

$$Y = \alpha_2 + \beta_4 Z_{NPM} + \beta_5 Z_{DTA} + \beta_6 |Z_{NPM} - Z_{DTA}| + \epsilon_2$$

Dimana : α_2 : Konstanta, β : Koefisien, ZNPM: Nilai standar Profitabilitas, ZDTA: Nilai standar Peluang Investasi, ZDTA: Nilai standar Hutang, [Z NPM - Z INV]: Nilai selisih mutlak dan [Z NPM - Z DTA]: Nilai selisih mutlak.

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Hasil Analisis

Hasil olah data deskriptif sebagaimana

dalam Tabel 1 menunjukkan ada dua variabel yang nilai deviasi standarnya lebih tinggi dari nilai rata-rata, yaitu variabel dividen dan profitabilitas. Dividen nilai rata-rata 85,34 dengan deviasi standar 146,319. Sedangkan profitabilitas nilai rata-rata 0,139 dengan deviasi standarnya 0,205. Hal ini menunjukkan besarnya variasi dari kedua variabel tersebut. Besarnya variasi juga bisa diidentifikasi dengan melihat perbedaan nilai maksimum dan nilai minimum. variabel peluang investasi dan variabel utang nilai variasinya relatif rendah, hal ini bisa dilihat dari nilai deviasi standar lebih kecil dari nilai rata-ratanya.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Min	Maks	Mean	Std Deviasi
DTA	0,100	0,760	0,405	0,212
INV	-0,180	1,290	0,153	0,144
NPM	0,010	1,490	0,139	0,205
DPS	2,000	880	85,34	146,31

Sumber : data diolah

Proses pengujian diawali dengan melakukan uji normalitas residual, uji ini dilakukan Untuk mengetahui apakah model yang dikembangkan memiliki nilai residual yang berdistribusi normal, sebagaimana disyaratkan dalam model OLS. Tabel 2 menunjukkan hasil uji normalitas residual dengan melihat nilai Zskweness.

Tabel 2. Uji Normalitas residual

Zskweness			
Moderasi		Moderasi	
Peluang investasi		Utang	
Statistik	Std. Error	Statistik	Std. Error
0,273	0,267	0,443	0,258
	1,022		1,717

Sumber : data diolah

Berdasarkan hasil uji normalitas residual model 1 (Peluang Investasi) dan model 2 (hutang) semuanya berdistribusi normal. Hal ini bisa dilihat dari nilai skweness $\leq 1,96$ dengan demikian model yang dibangun secara memenuhi kriteria normalitas residual sebagaimana disyaratkan dalam OLS.

Hasil Pengujian Model moderasi selisih mutlak dengan menempatkan variabel peluang investasi sebagai variabel moderasi (Model 1) ditampilkan dalam Tabel 3.

Uji hipotesis 1 menempatkan peluang investasi sebagai variabel moderasi, model ini dimaksudkan untuk menguji apakah peluang investasi memiliki peran dalam memperlemah pembayaran dividen. Hasil uji model ini menunjukkan bahwa peluang investasi terbukti memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap pembayaran dividen. Hal ini bisa dilihat dari nilai koefisien selisih mutlak -4,997 dengan nilai $p\text{-value } 0,000 < 0,05$ dengan nilai signifikansi.

Tabel 3. Uji Moderasi Model 1

Parameter	Koefisien	P -Value
Konstanta	234,317	0,000
[Z NPM-ZINV]	- 4,997	0,000
F	22,89	0,000
Adjusted R square	0,363	

Sumber : data diolah

Pengujian Hipotesis 2 (Model 2), uji model ini menempatkan hutang sebagai variabel moderasi. Model ini dimaksudkan untuk menguji apakah tingkat penggunaan utang memperlemah pendistribusian dividen pada pemegang saham.

Hasil pengujian seperti terlihat dalam Tabel 4 menunjukkan bahwa hutang, secara statistik terbukti memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap pembayaran dividen. Hasil uji moderasi pada Tabel 4 terlihat bahwa nilai selisih mutlak -3,134 dengan $p\text{-value } 0,037$, nilai negatif dari nilai selisih mutlak ini sesuai dengan prediksi sebelumnya, bahwa hutang memiliki arah yang berlawanan dengan dividen. Artinya, penggunaan hutang dapat membatasi pembayaran dividen, karena hutang merupakan beban tetap yang harus dibayar tanpa memperhatikan berapapun keuntungan yang diperoleh. Nilai $p\text{-value } 0,037 \leq 0,05$ menunjukkan bahwa tingkat hutang yang digunakan, khususnya industri non finansial terbukti memperlemah pembayaran dividen.

Tabel 4. Uji Moderasi Model 2

Parameter	Koefisien	P -Value
Konstanta	364,245	0,000
[Z NPM-ZINV]	-3,134	0,037
F	20,299	0,000
Adjusted R square	0,335	

Sumber : data diolah

Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa peluang investasi memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap pembayaran dividen. Dengan kata lain peluang investasi merupakan faktor yang menghambat atau memperlemah pembayaran dividen, sebagaimana dijelaskan Brigham dan Ehrhard (2005;630). Fenomena ini menggambarkan bahwa keputusan investasi yang dilakukan perusahaan, yaitu dengan penambahan aktiva sebagai realisasi dari peluang investasi yang tersedia, dibiayai dengan sumber dana internal. Penggunaan sumber dana internal tersebut tentunya akan mengurangi porsi kas yang dapat digunakan untuk membayar dividen. Dengan kata lain, pertumbuhan aset sebagai realisasi peluang investasi sebagian menggunakan sumber internal yang biayanya lebih murah (Myers & Majluf, 1984). Temuan ini searah dengan peneliti sebelumnya yang menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh lebih banyak menggunakan sumber dan internal daripada perusahaan yang tidak tumbuh (Shanti dan Wulaningrum, 2005).

Penggunaan sumber dana internal untuk membiayai investasi perusahaan menunjukkan bahwa manajemen lebih mendahulukan sumber dana internal daripada sumber dana eksternal. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* dimana manajemen memiliki preferensi sumber dana. Manajemen akan lebih mementingkan sumber dana internal ketimbang sumber dana eksternal. Konsekuensi perusahaan dengan semakin tinggi peluang investasi, sehingga perusahaan akan membutuhkan dana untuk memenuhinya, sehingga dividen yang dapat dibayarkan akan cenderung menurun.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hutang memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap pembayaran dividen. Hasil ini mengindikasikan bahwa penggunaan hutang dapat membatasi pembayaran dividen, karena hutang merupakan beban tetap yang harus dibayar tanpa memperhatikan berapapun keuntungan yang diperoleh. Artinya, tingkat penggunaan hutang terbukti membebani kas secara signifikan sehingga memperkecil pendistri-

busian laba kepada pemegang saham.

Perusahaan yang menggunakan hutang relatif besar untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan relatif akan berdampak pada kemampuan membayar dividen yang semakin menurun. Hal ini diperkuat dengan dukungan data deskriptif sebagaimana terlihat dalam Tabel 1, dimana nilai hutang rata-rata hutang sebesar 0,405. Artinya, 40,5% aset yang dimiliki perusahaan dibiayai dari hutang.

Dalam perspektif keagenan, hutang dan dividen digunakan sebagai alat untuk mengendalikan perilaku manajemen opportunistik (Jensen dan Mackling, 1976). Hutang tersebut dapat digunakan untuk mengikat (*Bonding*) atau memaksa manajemen agar tidak menggunakan kas (*free cash flow*) untuk investasi yang kurang menguntungkan perusahaan. Dengan adanya hutang, manajemen dipaksa harus membayar bunga sehingga manajemen akan lebih berhati-hati dalam melakukan investasi. Dilihat dari perspektif keagenan, koefisien arah yang berlawanan antara hutang dengan dividen dalam penelitian ini dapat bermakna bahwa hutang sebagai substitusi dari kebijakan dividen. Artinya, dividen dan hutang perusahaan berfungsi sebagai pengganti alat untuk mengendalikan manajemen.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan penjelasan sebagaimana dipaparkan dalam pembahasan, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas secara langsung merupakan faktor penting yang menentukan pembayaran dividen. Keterkaitan antara profitabilitas, peluang investasi dan dividen secara konsep maupun empirik dapat dibuktikan. Keterkaitan peluang investasi, profitabilitas dan dividen secara empirik ditunjukkan dengan peran peluang investasi yang secara statistik terbukti memperlemah pengaruh profitabilitas terhadap pembayaran dividen. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa pertumbuhan aset sebagai realisasi keputusan investasi lebih banyak menggunakan sumber dana internal sehingga cenderung mengurangi porsi kas yang dapat digunakan untuk membayar dividen. Pilihan

penggunaan sumber internal dilakukan karena karena tingkat hutang sudah mencapai pada level yang membebani pembayaran dividen. Perusahaan melakukan rein-vestasi laba untuk membiayai peluang investasi. Hutang cenderung akan memperlemah pembayaran dividen, hutang perusahaan cukup besar, sehingga beban angsuran hutang dan bunga cukup besar. Akibatnya kemampuan perusahaan untuk membayar dividen akan menurun.

Saran

Penelitian ini memfokuskan kajiannya pada peluang investasi dan hutang yang secara tidak langsung memiliki peran yang berkaitan dengan kebijakan dividen. Literatur keuangan menjelaskan bahwa *return* yang diperoleh pemilik saham tidak hanya berupa dividen tetapi juga dampak perubahan harga saham (*capital gain/capital loss*) sebagai dampak keputusan investasi maupun pemilihan sumber dan untuk investasi tersebut. Oleh karena itu untuk menilai efektivitas kebijakan yang terkait dengan investasi, hutang maupun dividen menambah variabel *return* pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Kuwari, D., (2009). Determinants of the Dividend Policy in Emerging stock Exchanges: The Case of the GCC Countries. *Global Economy & Finance Journal* Vol. 2 (2): 38-63
- Artini., L.G. S., dan Puspaningsih, N.L. A. (2011). Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 15 (1): 66-75.
- Baker, H. Kent, Garry E.P., Theodore E. V (2001), Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms, *The Financial Review*, pp 19-38
- Bhattacharya, S., (1979). Imperfect information, dividend policy, and the bird-in-hand fallacy, *Bell Journal of Economics* 10: 259-270.
- Brigham, E.F, and Michael C. E., (2005) . *Financial Management: Theory and Practice*, Eleventh Edition, South-Western, Australia: Thomson Learning
- Chandrarin, G. dan Cahyaningsih, S.D., (2018). Identifikasi Struktur Modal Melalui Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Ukuran Perusahaan. *Accounting and Financial Review*. Vol. 1 (1) 2018: 36-45
- Crutchley, C. and Hansen, R. (1989). A Test of the Agency theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management*, 18: 36-46.
- Damayanti, S. & Achyani, F. (2006). Analisis pengaruh investasi, liquiditas, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen payout ratio . *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 5 (1).
- Easterbrook, F.H. (1984). Two Agency Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review*,:650-659.
- Efni, Y., Hadiwidjojo, D., Salim, U., dan Rahayu, M. (2012). Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen: Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Aplikasi Manajemen* Vol. 10 (11): 128-141
- Gaver, JJ dan Gaver. M. K., (1993). Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Accounting and economics*, Vol. 1, :233-265.
- Garrison, R.H., & Norren, E.W. (2001). *Akuntansi Manajerial*. Diterjemahkan oleh A. Totok Budisantoso. Jakarta: Salemba Empat.
- Gill, A., Nahum, B dan Rajendra T. (2010). Diterminan of Divident payout ratio : evidence from United state. *The Open Business Journal* Vol. 3: 8-14

- Gordon, M.J., (1963), Optimal Investment and Financing Policy, *Journal of Finance* 18, 264-272.
- Hanafi, M., (2004), *Manajemen Keuangan*, Edisi 2008, Cetakan Pertama, BPFE-Yogyakarta
- Harris, M and Artur R. (1991). The Theory of Capital Structure; *Journal of Finance*, Vol. 46 (1): 297-355.
- Herdinata, C. (2009). Kebijakan Pendanaan dan Dividen dengan Pendekatan Investment opportunity set, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.13 (2): 237-248
- Jensen, M.C., (1986). Agency costs of free-cash-flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M.C., dan Meckling, H.W., (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3/4, 305 - 360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance* Vol. 55: 1-33.
- Lintner, J., (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations, *The Review of Economics and Statistics* 64: 243-269
- Malik, F., Sajid G., Muhammad T.K., Shafiq Ur R. dan Madiha Khan. (2013). Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions of Financial and Non-Financial Firms. *Research Journal of Finance and Accounting*. Vol. 4 (1).
- Murhadi, R.W. (2011). Determinan Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara. *Jurnal Manajemen & Kewirasusahaan*. Vol. 13 (2): 91-98
- Myers S. and N. Majluf, (1984). Corporate Financing and Investment Decision when firms have Information Investors do not have. *Journal of financial Economics*, 13: 187-221
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. 5 : 147-175.
- Nuswandari, C. (2013). Determinan Struktur Modal Dalam Perspektif Pecking Order Theory dan Agency Theory. *Dinamika Akuntansi, Keuangan dan Perbankan*. Vol. 2 (1: 92-102)
- Pandey, I. M. (2003). Corporate dividend policy and behaviour the Malaysian evidence. *Asian Academy of Management Journal*, 8(1), 17 - 32.
- Pruitt, S. W., and Gitman, J.L., (1991). The Interaction Between Investment, Financing and Dividend Decisions of Major US firms. *Financial Review*, Vol. 26 (3):409-430.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, Vol. 5: 249-259.
- Shanti dan Wulaningrum, Ratna, (2005) Hubungan Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan dividen serta leverage financial, *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi*, Vol 5 (1): 31-49.
- Smith, Jr.C.W dan Watts., R L. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *The Journal of Financial Economics*, December: 263-292.
- Subramaniam, Ravichandran, Susela Devi, dan Maran Marimuthu. 2011. Investment Opportunity Set and Dividend Policy in Malaysia. *African Journal of Business Management*. Vol. 5(24): 10128-10143
- Werner Ria Murhadi, RW. (2011). Determinan Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara. *Jurnal Manajemen dan Kewirasusahaan*. Vol. 13 (2): 91-98
- UU N0: 40 Tahun 2007, Tentang perseroan terbatas