

---

**PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS),  
STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN UKURAN PERUSAHAAN  
TERHADAP DIVIDEND PAYUOT RATIO PADA PERUSAHAAN  
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR PADA BURSA EFEK  
INDONESIA TAHUN 2013-2016**

**Makmuri**

muribram2@gmail.com

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Y.A.I

***ABSTRACT:** This study aims to determine the Influence of Investment Opportunity Set (IOS), Ownership Structure, and Company Size on Dividend Policy at Manufacturing Companies Listed In IDX In 2013-2016. The data used in this study is obtained from the annual report. The total population of manufacturing Companies is 141 companies. Sampling using purposive sampling method, as many as 12 manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange (BEI) research period for four years from 2013 to 2016. The results of this study indicate Investment Opportunity Set and Managerial Ownership Structure have a negative and significant impact on Dividend Payuot Ratio (DPR). While the size of the company has a positive and significant effect on the policy of dividends. Research results can also prove that jointly Investment Opportunity Set (IOS), Managerial Ownership Structure, and Size Company significantly influence Dividend Payuot Ratio (DPR).*

***Keywords:** Investment Opportunity Set, Managerial Ownership Structure, Company Size, and Dividend Payuot Ratio (DPR).*

## **PENDAHULUAN**

Kebijakan dividen memberikan kesempatan untuk melakukan penelitian tentang bagaimana perusahaan mengelola secara bersamaan antara kepentingan pemegang saham dan kreditor. Dividen mengurangi kekhawatiran pemegang saham tentang pengambilalihan oleh para manajer, dilain pihak mengintensifkan kekhawatiran kreditor tentang pengambilalihan atas pemegang saham. Kebijakan dividen dari waktu ke waktu menjadi teka-teki bagi peneliti.

Menurut Harjito dan Martono (2013) kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba yang dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Rasio ini menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa perusahaan berupa dividen kas. Apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen

menjadi lebih kecil. Dengan demikian aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai diantara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan perusahaan.

Dividend Payuot Ratio dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu *investment opportunity set*, struktur kepemilikan dan ukuran perusahaan. Faktor pertama yang mempengaruhi Dividend Payuot Ratio adalah *investment opportunity set*. *Investment Opportunity Set* (IOS) dikemukakan pertama kali oleh Myers (1976) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aset riil (*asset in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang (Belkaoui, 2000). Kesempatan investasi (*investment opportunity set*) menggambarkan luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan (Hartono, 2013).

Disamping faktor tersebut diatas, Dividend Payuot Ratio juga di pengaruhi oleh ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang perlu dijadikan pertimbangan dalam kebijakan dividen. Perusahaan besar yang telah mapan dengan tingkat profit dan kestabilan laba yang baik akan mudah memiliki peluang masuk ke pasar modal. Perusahaan yang telah mapan cenderung memiliki Dividend Payout Ratio (DPR) yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan baru atau berkembang. Suatu perusahaan besar yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan yang baru dan yang masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses ke pasar modal. Karena kemudahan akses ke pasar modal cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan mampu memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Perolehan dana tersebut, dapat digunakan sebagai pembayaran dividen bagi pemegang sahamnya (Hendika, 2016).

Studi empiris yang dilakukan Panno (2003), dan Deshmukh(2005) yang menunjukkan pembayaran dividen dipengaruhi oleh informasi asimetris penerbitan ekuitas dan kepemilikan manajerial, maka penelitian ini mengembangkan model empiris biaya keagenan dengan mempertimbangkan Rasio Pembayaran dividen pengaruhnya terhadap kebijakan investasi, dalam model sistem persamaan struktural struktur modal terintegrasi, yang mbingkai rangkaian model-model: persamaan dividen, persamaan *leverage*, dan persamaan investasi korporasi.

Masalah yang dihadapi oleh industri pertambangan apakah akan membayar dividen atau melakukan *Investment Opportunity Set* (IOS) dengan Struktur Kepemilikan dan Ukuran Perusahaan dapat diduga akan dapat mempengaruhi Kebijakan Dividen.

Sesuai dengan uraian yang telah dijelaskan di atas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah, untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS), Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan manufaktur baik secara parsial maupun bersama-sama

## REVIEW LITERATUR & HIPOTESIS

### Teori Agensi (*Agency Theory*)

*Agency Theory* mendiskusikan hubungan antara pemegang saham (*principals*) dengan manajer (*agent*). Pihak *principals* adalah pihak yang memberikan mandat kepada pihak lain, yaitu *agent*, untuk melakukan semua kegiatan atas nama *principals* dalam kapasitasnya sebagai pengambil keputusan (Jensen dan Smith, 1984). Menurut Jensen dan Meckling (1976) hubungan keagenan merupakan sebuah kontrak dimana satu atau lebih pribadi (*principal*) terlibat dengan pribadi lain (*agent*) untuk melakukan beberapa kegiatan berdasarkan kepentingan mereka yang melibatkan pendelegasian wewenang dalam pengambilan keputusan oleh pihak agen, sering kali mengalami konflik kepentingan diantara keduanya. Konflik keagenan mulai timbul saat manajer lebih mementingkan kepentingannya sendiri dari pada kepentingan pemegang saham. Hal tersebut dapat terjadi karena manajer perusahaan merasa memiliki informasi yang lebih banyak mengenai tata cara mengelola perusahaan serta informasi-informasi penting mengenai perusahaan, sedangkan pemegang saham tidak memiliki informasi yang lebih banyak dari manajer (Rachmad, 2013).

Pihak *principal* atau pemilik perusahaan menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer perusahaan, yang diberi wewenang atas kegiatan perusahaan dan menyediakan laporan keuangan seharusnya menjalankan mandat yang diberikan kepadanya dengan baik dengan mengutamakan kepentingan pemilik (pemegang saham), tetapi manajer perusahaan cenderung melaporkan sesuatu yang memaksimalkan kepentingannya dan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Perbedaan informasi yang diberikan manajer kepada pemegang saham ini biasa disebut *asymmetric information*. *Asymmetric information* adalah suatu keadaan dimana seorang manajer mengetahui prospek perusahaan lebih baik dari analis atau investor (Sunyoto dan Susanti, 2015: 15).

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, diantaranya adanya kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusional (Haruman dalam Kartasukmana, 2015).

### *Pecking Order Theory*

*Pecking order theory* merupakan teori struktur modal atau pendanaan yang menawarkan alternatif dalam pengambilan keputusan pendanaan. Teori ini diperkenalkan oleh Myers dan Majluf (1984) dalam Herman (2016), di mana keputusan pendanaan yang diambil adalah berdasarkan pertimbangan risiko yang mungkin timbul.

Myers (1984) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Myers (1984) menjelaskan bahwa *pecking order theory* mengasumsikan bahwa:

- 1) Perusahaan lebih memilih pembiayaan internal untuk mendanai proyek-proyeknya.

- 2) Perusahaan menyesuaikan target *dividend payout ratio* dengan kesempatan melakukan investasi.
- 3) Kebijakan dividen yang kaku, ditambah dengan flutuasi profitabilitas dan ketidakpastian peluang investasi, mengindikasikan bahwa aliran dana internal perusahaan kadang lebih besar atau lebih kecil dari *capital expenditure*. Apabila dana internal lebih besar maka perusahaan akan menggunakannya untuk melunasi hutang atau berinvestasi pada *marketable securities*. Sebaliknya apabila perusahaan mengalami defisit, maka perusahaan akan menurunkan saldo kas atau menjual *marketable securities*.
- 4) Jika pendanaan eksternal diminta, maka perusahaan cenderung lebih memilih hutang dahulu kemudian sekuritas.

*Pecking order theory* ini memperkuat teori perusahaan yang mengarah pada kemakmuran pemilik perusahaan. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan perlu mempunyai urutan-urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan yang akan digunakan perusahaan. Dengan teori ini, perusahaan diarahkan untuk dapat mendanai aktivitasnya dengan sumber dana internal dari pada eksternal untuk meminimalisir risiko yang timbul.

Pada intinya apabila perusahaan masih bisa mengusahakan sumber pendanaan internal maka sumber pendanaan eksternal tidak akan diusahakan. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan sumber pendanaan internal ini dapat mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik.

#### ***Investment Opportunity Set (IOS)***

Istilah *Investment Opportunity Set (IOS)* dikenalkan pertama kali oleh Myers (1997). Menurut Myers (dalam Smith dan Watts, 1992), perusahaan adalah kombinasi antara nilai *assets in place* dengan pilihan investasi di masa yang akan datang. Pada dasarnya IOS merupakan pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki *net present value* positif. Sehingga IOS memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan, karena IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan (Pagalung, 2003).

Menurut Gaver dan Gaver (1993), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar. Pilihan investasi masa depan ini tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*), sehingga perlu dipilih suatu proksi yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan.

Berbagai macam proksi pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam satu set kesempatan investasi atau IOS telah digunakan oleh peneliti. Kallapur dan Trombley (dalam Prasetyo, 2000) menyatakan bahwa proksi-proksi IOS dapat digolongkan menjadi tiga jenis yaitu:

Proksi IOS berbasis pada harga dengan digunakan dalam beberapa penelitian yang berkaitan dengan proksi pasar antara lain:

- a. *Market to book value equity* (Collins dan Kothari, 1989; Lewellwn et al., 1987; Chung dan Charoenwong, 1991; Gaver dan Gaver, 1993).
- b. Tobin's Q (Skinner, 1993; Kallapur dan Trombley 1999; dan Denis, 1994).
- c. *Ratio of property, plant, and equipment to firm value* (Skinner, 1993; Ho, Lam, dan Sami 1999; Subekti dan Kusuma, 2001; Jones dan Sharma, 2001).
- d. *Ratio of depreciation to firm value* (Smith dan Watts, 1992; Kallapur dan Trombley, 1999; Ho, Lam, dan Sami, 1999; dan Jones dan Sharma, 2001).
- e. *Market to book value of assets* (Belkaouli dan Picur, 1998; Smith dan Watts, 1992; Cahan dan Hossain, 1996; Baber, Janakiraman, dan Hyon Kang, 1996; Ho, Lam, dan Sami, 1999; Kallapur dan Trombley, 1999; Gul dan Kealey, 1999; Hartono, 1999; Adam dan Goyal, 2000; Subekti dan Kusuma, 2001; AlNajjar dan Belkaouli 2001; Belkaouli dan Picur, 2001; About, 2001; Jones dan Sharma, 2001).
- f. *Earnings to price ratio* (Kester, 1984; Belkaouli dan Picur, 1998; Chung dan Charoenwong, 1991; Baber, Janakiraman, dan Hyon Kang, 1996; Cahan dan Hossain, 1996; Ho, Lam, dan Sami, 1999; Kallapur dan Trombley, 1999; Gul dan Kealey, 1999; Hartono, 1999; Adam dan Goyal, 2000; Subekti dan Kusuma, 2001; AlNajjar dan Belkaouli, 2001; Belkaouli dan Picur, 2001; About, 2001; Jones dan Sharma, 2001).
- g. Proksi IOS berbasis pada investasi  
Merupakan proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Rasio-rasio yang sering digunakan oleh peneliti antara lain:
  - 1) Rasio *investment to net sales* (Hartono, 1999).
  - 2) Rasio *capital expenditure to book value asset* (Jones dan Sharma, 2001).
  - 3) Rasio *capital expenditure to market value of assets*.
- h. Proksi IOS berbasis pada varian (*variance measurement*)  
Merupakan proksi yang mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aset. Ukuran yang digunakan dalam beberapa penelitian antara lain:
  - a. Varian return (Gaver dan Gaver, 1993; Smith dan Watts, 1992; Baber, Janakiraman, dan Hyon Kang, 1996; Kallapur dan Trombley, 1999; About, 2001; Jones dan Sharma, 2001).
  - b. Beta asset (Skinner, 1993; Kallapur dan Trombley, 1999).

Menurut Shintawati (2011), rasio nilai buku ekuitas terhadap nilai pasar (MVE/BVE) dapat mencerminkan adanya IOS bagi suatu perusahaan. Secara matematis, *market value to book value of equity* (MVE/BVE) diformulasikan sebagai berikut:

$$MVE/BVE = \frac{\sum \text{saham beredar} \times \text{colosing price}}{\text{totalekuitas}}$$

Rasio MVE/BVE digunakan dengan mempertimbangkan pendapat Gaver dan Gaver (1993) bahwa nilai pasar dapat mengindikasikan kesempatan perusahaan untuk bertumbuh dan melakukan kegiatan investasi sehingga perusahaan dapat memperoleh pertumbuhan ekuitas dan aktiva

### Struktur Kepemiikan

Para peneliti berpendapat bahwa struktur kepemilikan perusahaan memiliki pengaruh terhadap perusahaan. Tujuan perusahaan sangat ditentukan oleh struktur kepemilikan, motivasi pemilik dan kreditor *corporate governance* dalam proses insentif yang membentuk motivasi manajer. Pemilik akan berusaha membuat berbagai strategi untuk mencapai tujuan perusahaan, setelah strategi ditentukan maka langkah selanjutnya akan mengimplementasi strategi dan mengalokasikan sumber daya yang dimiliki perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan. Kesemua tahapan tersebut tidak terlepas dari peran pemilik dapat dikatakan bahwa peran pemilik sangat penting dalam menentukan keberlangsungan perusahaan.

Wicaksono dalam Nur'aeni (2010) menjelaskan bahwa keberhasilan penerapan *corporate governance* tidak terlepas dari struktur kepemilikan perusahaan. Struktur kepemilikan tercermin baik melalui instrumen saham maupun instrumen utang sehingga melalui struktur tersebut dapat ditelaah kemungkinan bentuk masalah keagenan yang akan terjadi. Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam struktur kepemilikan, antara lain:

- 1) Kepemilikan sebagian kecil perusahaan oleh manajemen mempengaruhi kecenderungan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dibanding sekedar mencapai tujuan perusahaan semata.
- 2) Kepemilikan yang terkonsentrasi memberi insentif kepada pemegang saham mayoritas untuk berpartisipasi secara aktif dalam perusahaan.
- 3) Identitas pemilik menentukan prioritas tujuan sosial perusahaan dan maksimalisasi nilai pemegang saham, misalnya perusahaan milik pemerintah cenderung untuk mengikuti tujuan politik dibanding tujuan perusahaan

Menurut Ittuiraga & Saz (1998) dalam Carolina (2007) masalah keagenan timbul karena adanya benturan keinginan antara pemilik perusahaan (pemegang saham mayoritas) dengan manajer pengelola. Karena itu, struktur kepemilikan dianggap sebagai sebagai hal yang krusial untuk mengatasi masalah keagenan karena dengan struktur kepemilikan yang baik terwujud suatu kinerja perusahaan yang layak

karena manajer sebagai pihak yang berkompeten dalam pengelolaan perusahaan mempunyai wewenang cukup untuk menjalankan tugasnya.

### **Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan saham oleh manajemen berfungsi mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham dimana maksud dari pensejajaran kedudukan ini bertujuan untuk menyamakan kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham, sehingga masalah keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer juga sebagai pemilik perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Penyatuan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham bertujuan menjaga perilaku manajemen agar tidak melenceng dari tugasnya dalam menjalankan aktivitas perusahaan dengan cara mengubah pola pikir manajemen menjadi sama dengan pola pikir pemegang saham yaitu meningkatkan kinerja perusahaan untuk meningkatkan keuntungan demi mencapai kesejahteraan yang maksimal.

Kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan (Haruman dalam Yulianto, 2011).Kepemilikan manajerial dapat diukur dengan persentase saham biasa yang dimiliki oleh pihak manajemen yang terlibat secara aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan. Menurut Armini dan Wirama (2015) struktur kepemilikan saham manajerial diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki manajemen dengan jumlah saham beredar. Pendekatan kepemilikan saham oleh manajemen menganggap bahwa kepemilikan manajerial dapat menjadi alat untuk mengurangi konflik keagenan. Dimana konflik tersebut timbul akibat ketidakseimbangan informasi yang dimiliki oleh manajemen dengan pemegang saham. Kepemilikan manajerial menjadi cara perusahaan meningkatkan kinerjanya dengan memanfaatkan keunggulan manajemen perusahaan dalam segi informasi.

Semakin besar kepemilikan manajemen maka manajemen cenderung akan lebih giat dalam menjalankan perusahaan untuk pemegang saham dimana dirinya termasuk didalamnya. Jika terjadi kesalahan dalam pengambilan keputusan, maka manajemen juga akan menanggung konsekuensinya. Dengan ini manajemen perusahaan memiliki kepentingan yang sama dengan pemegang saham. Manajemen bukan hanya menjadi pihak eksternal yang dipekerjakan untuk menjalankan perusahaan saja tetapi juga merasakan keuntungan dari kinerja perusahaan yang baik.

Perusahaan perlu adanya kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial ini merupakan kebijakan untuk mengurangi masalah keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Meningkatkan kepemilikan manajerial dapat meminimumkan masalah yang ada di perusahaan

### **Ukuran Perusahaan**

Perusahaan besar memiliki kemudahan dalam mengakses untuk memasuki pasar modal, sehingga perusahaan memiliki kemudahan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Menurut pendapat Riyanto (2013) ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar

kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan. Struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh besar kecilnya suatu perusahaan, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan untuk melakukan investasi dan kecenderungan untuk menggunakan modal asing juga akan semakin besar.

Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan menggunakan proksi *log natural* dari total aset. Tujuan total aset diukur dengan menggunakan *log natural* agar angka pada ukuran perusahaan tidak memiliki angka yang terlalu jauh dengan angka-angka pada variabel lain.

### ***Dividend Payout Ratio***

*Dividend Payout Ratio* adalah perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share* (Ang, 1997 dalam Andriyani, 2008). Sedangkan menurut Gitosudarmo dan Basri (2008), *Dividend Payout Ratio* adalah perbandingan antara dividen yang dibayarkan dengan laba bersih yang didapatkan dan biasanya disajikan dalam bentuk presentase. Logikanya semakin tinggi DPR maka semakin menguntungkan bagi para pemegang saham karena presentasi laba bersih lebih besar untuk pembayaran dividen, namun hal ini akan melemahkan keuangan internal karena sedikitnya jumlah laba ditahan yang nantinya akan digunakan untuk keperluan internal perusahaan. Sesuai dengan pengertian DPR dalam Gitosudarmo dan Basri (2008), dapat dinyatakan rumus DPR sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \times 100\%$$

DPR dihitung dengan membandingkan jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dengan jumlah laba bersih setelah pajak yang mana keduanya berupa bentuk Rupiah. *Dividend Payout Ratio* (DPR) mengukur bagian laba yang diperoleh untuk per lembar saham umum yang akan dibayarkan dalam bentuk dividen (Munawir, 2002). Indikator yang digunakan untuk mengukur kebijakan dividen adalah rasio pembayaran dividen (*Dividend Payout Ratio*) (Kadir, 2010).

## **METODE**

### **Jenis Penelitian**

Penelitian ini difokuskan pada pengujian secara empiris terhadap bangun model yang dikembangkan berdasarkan usulan model teoretikal dasar (*the proposed grand theoretical model*), sebagaimana yang telah dikemukakan pada Bab II. Identifikasi dan integrasi variabel-variabel Determinan-determinan yang mempengaruhi *Investment Opportunity Set* (IOS) dan serta Implikasinya terhadap Nilai Perusahaan, dilakukan melalui dua bangun model penelitian empiris.

Penelitian ini dilakukan dengan mengamati populasi seluruh perusahaan industri pertambangan sub sector pertambangan batu bara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode observasi 2011 sampai 2016.



Metode yang digunakan peneliti dalam pemilihan sampel penelitian adalah *purposive sampling* dengan teknik berdasarkan pertimbangan (*judgement*) yang merupakan tipe pemilihan sampel secara tidak acak yang informasinya diperoleh dengan menggunakan pertimbangan tertentu. Adapun kriteria sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah, sebagai berikut:

Adapun kriteria dari perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI.
2. Perusahaan yang *listing* dan tidak *delisting* selama periode penelitian (2013 - 2016).
3. Perusahaan yang menyediakan data yang digunakan sebagai variabel penelitian.
4. Perusahaan yang tidak mengalami kerugian selama periode penelitian.
5. Perusahaan mengeluarkan laporan keuangan dalam satuan mata uang Rupiah.
6. Laporan keuangan yang digunakan adalah laporan keuangan yang sudah di audit oleh KAP, karena laporan tersebut dianggap sudah sesuai dengan standar akuntansi yang berlaku.

Adapun cara penentuan sampel valid penelitian ini menggunakan sampel terpilih sebanyak 12 perusahaan manufaktur dari populasi perusahaan manufaktur sebanyak 141 populasi. Persamaan Regresi determinan penentu IOS adalah sebagai berikut:

$$Y_{1it} = a + b_1X_{1it} + b_2X_{2it} + b_3X_{3it} + \epsilon_{it}$$

Keterangan :

$Y_{1it}$  = Investment Opportunity Set (IOS) perusahaan i dalam waktu t

$X_{1it}$  = Kepemilikan Manajerial (KM)perusahaan i dalam waktu t

$X_{2it}$  = Ukuran perusahaan (Size)i dalam waktu t

$X_{3it}$  = *Dividend Payout Ratio (DPR)* perusahaan i dalam waktu t

a = Konstanta

$b_1, \dots, b_6$  = Koefisiensi regresi masing-masing variabel

$\epsilon_{it}$  = Error, tingkat kesalahan yang ditolerir perusahaan i dalam waktu t

### **Definisi Operational Variabel**

#### ***Investment Opportunity Set (IOS)***

*Investment Opportunity Set (IOS)* merupakan besarnya kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan. Untuk menentukan besarnya kesempatan investasi, dalam penelitian ini menggunakan *Market to Book Value of Equity*. *Market to book value* dipilih untuk menghitung variabel *investment opportunity set* karena proksi ini mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya, selain itu rasio *market to book value of equity* merupakan proksi yang paling valid digunakan dan juga merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan.

Cara Menghitung MBVE sesuai dengan rumus yang di jelaskan oleh Norpratiwi (2004) serta digunakan oleh Anil dan Kapoor (2008).

$$MBVE = \frac{\text{jumlahlembarsahamberedar} \times \text{closingprice}}{\text{totalekuitas}}$$

### Struktur Kepemilikan

Kepemilikan manajerial merupakan jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola. Dengan meningkatnya suatu kepemilikan manajemen digunakan sebagai salah satu cara untuk mengatasi masalah yang ada diperusahaan, mensejahterahkan kedudukan manajer dengan pemegang saham, sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Pengukuran kepemilikan manajerial merupakan indikator dari persentase perbandingan jumlah saham yang dimiliki manajemen dengan seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Dalam hal ini pengukuran yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$KM = \frac{\text{jumlahsahammanajemen}}{\text{totalsahamberedar}} \times 100\%$$

### Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat dinilai dari besarnya aktiva perusahaan. Ukuran perusahaan adalah skala untuk mengukur perusahaan. Pengukuran ukuran perusahaan tujuannya adalah untuk membedakan antara perusahaan besar dan perusahaan kecil, dan besar kecilnya suatu perusahaan dapat mempengaruhi kemampuan manajemen untuk menjalankan perusahaan dengan berbagai kondisi yang ada. Pengukuran ukuran perusahaan dapat diukur dengan jumlah total asset perusahaan sampel yang ditransformasikan dalam bentuk logaritma natural, sehingga dapat menggunakan rumus sebagai berikut :

$$UP = Ln (\text{totalasset})$$

### Kebijakan Deviden

Rudianto (2009:308) menyatakan dividen adalah bagian dari laba yang diperoleh perusahaan dan diberikan oleh perusahaan kepada pemegang saham sebagai imbalan atas kesediaannya menanamkan hartanya didalam perusahaan. Agus (1996:369) menyatakan kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa mendatang. Dengan demikian maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah suatu kebijakan yang akan diambil oleh perusahaan, apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba tersebut akan ditahan yang akan digunakan kembali untuk berinvestasi. Kebijakan dividen merupakan suatu hal yang penting dalam perusahaan karena melibatkan dua pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda yaitu pemegang saham dan

perusahaan. Oleh karena itu, sebaiknya perusahaan menerapkan kebijakan dividen optimal yaitu keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa depan yang memaksimalkan harga saham. Kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur dengan *Dividend Payout Ratio (DPR)*. DPR memperlihatkan berapa dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham dari total laba yang diperoleh perusahaan.

$$DPR = \frac{\text{Dividen per Share}}{\text{Earning per Share}} \times 100\%$$

### Rancangan Analisis

Teknis analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis data yang digunakan adalah model analisis statistic yang pengolahan datanya menggunakan program Eviews 9.0

### Metode Pengolahan Data

Metode pengolahan data panel dapat dilakukan dengan menggunakan metode pendekatan alternatif. Pendekatan-pendekatan tersebut yaitu, metode Common Effect (CE), metode Fixed Effect (FE), dan metode Random Effect (RE) sebagai berikut :

#### a. Common Effect Model (CEM)

Model ini merupakan model yang paling sederhana dari kedua model yang lainnya. Karena masih sangat sederhana, model ini tidak dapat membedakan varians antara silang tempat dan titik waktu arena memiliki *intercept* yang tetap, dan bukan bervariasi secara random (Kuncoro, 2011).

#### b. Fixed Effect Model (FEM)

*Fixed effect* dikembangkan untuk mengatasi keterbatasan *common effect*. Untuk membedakan objek satu dengan yang lainnya pada *fixed effect* digunakan variabel semu (dummy) (Winarno, 2015). Metode ini lebih efisien digunakan dalam data panel apabila kurun waktu lebih besar daripada jumlah individu variabel (Gujarati, 2012). Perbedaan antara individu variabel (*cross-section*) dan perbedaan tersebut dapat dilihat melalui perbedaan *intercept*-nya. Salah satu keunggulannya dapat membedakan efek individu dan efek waktu dan metode ini tidak perlu menggunakan asumsi bahwa komponen error tidak berkorelasi dengan variabel bebas.

#### c. Random Effect Model (REM)

Model *Random Effect* digunakan untuk mengatasi keterbatasan *fixed effect*. *Random effect* menggunakan residual yang diduga memiliki hubungan anatar waktu dan antar objek (Winarno, 2015). Dengan metode ini efek spesifik individu variabel merupakan bagian dari error term. Model ini berasumsi bahwa *error-term* akan selalu ada dan mungkin berkorelasi sepanjang *time series* dan *cross section*. Metode ini lebih baik digunakan pada data panel apabila jumlah individu lebih besar daripada jumlah kurun waktu yang ada (Gujarati, 2012).

### Pemilihan Model Estimasi Yang Sesuai

Untuk menguji persamaan regresi yang diestimasi dapat digunakan pengujian sebagai berikut:

#### a. Uji Chow

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

$H_0$  : *Common Effect Model*

$H_a$ : *Fixed Effect Model*

Dasar penolakan hipotesis adalah dengan membandingkan perhitungan F-statistik dengan F-tabel. Perbandingan dipakai apabila hasil F hitung lebih besar dari F tabel maka  $H_0$  ditolak yang berarti model paling tepat adalah *Fixed Effect*. Begitupun sebaliknya, jika F hitung lebih kecil dari F tabel maka  $H_0$  di terima dengan model yang digunakan adalah *Common Effect*. Perhitungan F Statistik adalah sebagai berikut:

$$F = \frac{(SSE_1 - SSE_2)/(N - 1)}{SSE_2/(N.T - N - K)}$$

Keterangan :

F = Uji Chow / Uji F Restricted

$SSE_1$  = Sum Square Error dari *Common Effect*

$SSE_2$  = Sum Square Error dari *Fixed effect*

N = Jumlah data *cross section*

T = Jumlah data *time series*

K = Jumlah variabel independen

#### b. Uji Hausman

Untuk memilih data model terbaik antara model pendekatan Fixed Effect Model (FEM) dan Random Effect Model (REM), maka digunakan uji Hausman untuk memilih pendekatan terbaik dengan rumus berikut :

Hipotesis null dari uji Hausman adalah:

$H_0$ : *Random Effect Model*

$H_a$ : *Fixed Effect Model*

Dengan kriteria pengujian hipotesis:

- 1) Jika  $X^2_{hitung} \geq X^2_{tabel}$  dan  $p - value$  signifikan, maka  $H_0$  ditolak, artinya model FEM lebih tepat digunakan.
- 2) jika  $X^2_{hitung} < X^2_{tabel}$  dan  $p - value$  signifikan, maka  $H_0$  diterima, artinya model REM lebih tepat digunakan.

#### c. Uji Lagrange Multiplier (LM)

Lagrange Multiplier (LM) adalah uji untuk mengetahui apakah model Random Effect atau model Common Effect yang paling tepat digunakan. Uji Signifikasi Random Effect ini dikembangkan oleh Breusch Pagan. Metode Breusch Pagan untuk uji signifikasi Random Effect didasarkan pada nilai residual dari metode Common Effect.

Hipotesis yang digunakan adalah:

$H_0$  : *Common Effect Model*

$H_1$  : *Random Effect Model*

Adapun nilai statistik LM dihitung berdasarkan formula sebagai berikut:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^n (T\hat{e}_i)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T \hat{e}_{it}^2} - 1 \right]^2$$

Keterangan:

n = Jumlah individu

T = Jumlah periode waktu

e = residual Metode Common Effect.

Uji LM ini didasarkan pada distribusi *chi-squares* dengan *degree of freedom* sebesar jumlah variabel independen. Jika nilai LM statistik lebih besar dari nilai kritis statistik *chi-squares* maka kita menolak hipotesis nul, yang artinya estimasi yang tepat untuk model regresi data panel adalah metode *Random Effect* dari pada metode *Common Effect*. Sebaliknya jika nilai LM statistik lebih kecil dari nilai statistik *chi-squares* sebagai nilai kritis, maka kita menerima hipotesis nul, yang artinya estimasi yang digunakan dalam regresi data panel adalah metode *Common Effect* bukan metode *Random Effect*.

#### d. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi yang terbentuk terjadi ketidaksamaan varian dari residual model regresi. Metode yang digunakan untuk mendeteksi ada atau tidaknya masalah heterokedastisitas dapat dilakukan dengan uji glejser. Uji glejser dilakukan dengan melakukan regresi fungsi-fungsi residual. Jika variabel independen tidak signifikan secara statistik, maka dapat disimpulkan bahwa model yang terbentuk dalam persamaan regresi tidak mengandung masalah heterokedastisitas.

Hipotesis dalam Uji White yang digunakan adalah :

$H_0$ : Tidak ada masalah heterokedastisitas

$H_1$ : Ada masalah heterokedastisitas

#### Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan regresi berganda karena menguji satu variabel dependen terhadap lebih dari satu variabel independennya. Analisis regresi berganda menggunakan uji F untuk menguji beberapa variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh terhadap variabel dependennya, sedangkan uji T untuk mengetahui pengaruh satu variabel independen dalam menerangkan variabel dependen. *R square*, untuk melihat persentase pengaruh variabel independen yang dimasukkan dalam penelitian terhadap variabel dependen.

**a. Uji Persamaan Regresi Linear Berganda**

Di dalam penelitian ini peneliti menggunakan uji regresi linear berganda yaitu pengujian yang dilakukan untuk melihat pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen namun masih menunjukkan hubungan yang linear. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Investment Opportunity Set (IOS)*, Struktur Kepemilikan, dan Ukuran Perusahaan. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Kebijakan Dividen.

**b. Uji Koefisien Regresi Secara Parsial (Uji T)**

Uji t digunakan untuk melihat signifikan dari pengaruh independen secara individu terhadap variabel dependen dengan menganggap variabel lain bersifat konstan. Untuk mengetahui apakah variabel variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen dalam penelitian ini dilakukan dengan melihat nilai signifikansi (probabilitas) masing-masing variabel independen dengan pengambilan keputusan sebagai berikut :

- 1) Jika nilai signifikansi pada variabel bebas  $< 0.05$ , atau  $t_{hitung} > t_{tabel}$  maka  $H_1$  diterima dan  $H_0$  ditolak, artinya secara individual variabel bebas mempengaruhi variabel terikat.
- 2) Jika nilai signifikansi pada variabel bebas  $> 0.05$ , atau  $t_{hitung} < t_{tabel}$  maka  $H_1$  ditolak dan  $H_0$  diterima, artinya secara individual variabel bebas tidak mempengaruhi variabel terikat.

**c. Uji Koefisien Regresi Bersama-sama (Uji F)**

Uji ini adalah pengujian yang bertujuan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh koefisien regresi secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai signifikansi dengan nilai  $\alpha$  yang ditetapkan (0,05) atau 5%.

Jika signifikansi  $< 0,05$  atau  $F_{hitung} > F_{tabel}$  maka  $H_1$  diterima dan  $H_0$  ditolak, yang berarti variabel independen bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Jika signifikansi  $> 0,05$  atau  $F_{hitung} < F_{tabel}$ , maka  $H_1$  ditolak dan  $H_0$  diterima yang berarti variabel independen bersama-sama tidak mempengaruhi variabel dependen.

**d. Uji Koefisien Determinasi**

Koefisien determinasi dalam regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui persentase sumbangan pengaruh variabel independen ( $X_1, X_2, X_3, \dots, X_n$ ) secara serentak terhadap variabel dependen ( $Y$ ). Koefisien ini menunjukkan seberapa besar persentase variasi variabel independen yang digunakan dalam model mampu menjelaskan variasi variabel dependen.

Jika  $r^2$  sama dengan 0, maka tidak ada sedikitpun persentase sumbangan pengaruh yang diberikan variabel independen terhadap variabel dependen, atau variasi variabel independen yang digunakan dalam model tidak menjelaskan sedikitpun variasi dependen. Sebaliknya, jika  $r^2$  sama dengan 1, maka persentase sumbangan pengaruh yang diberikan variabel independen terhadap dependen

adalah sempurna, atau variasi variabel independen yang digunakan dalam model menjelaskan 100% variasi variabel dependen.

Adapun rumus dalam menghitung koefisien determinasi adalah sebagai berikut:

$$KD = r^2 \times 100\%$$

Keterangan :

KD = Koefisien Determinasi

*r* = Koefisien Korelasi

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis Statistik Deskriptif

Analisis ini digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi mengenai suatu data, dimana data yang diperoleh berasal dari hasil analisis deskriptif yang hasilnya memperlihatkan rata-rata (*mean*), nilai tertinggi (*maximum*), nilai terendah (*minimum*) dan standar deviasi dari setiap variabel yang diteliti baik itu variabel independen *Investment Opportunity Set* (IOS), Struktur Kepemilikan (SK), dan Ukuran Perusahaan (UP) serta variabel dependen yaitu Dividend Payuot Ratio (DEVIDEN). Statistik deskriptif dari masing-masing variabel yang diteliti adalah sebagai berikut :

**Tabel 1**  
**Analisis Deskriptif Statistik**

	DEVIDEN	IOS	SK	UP
Mean	35.49608	113005.6	0.073032	26.92735
Median	38.68223	1.644177	0.002867	27.84769
Maximum	74.76857	1636608.	0.356410	31.78977
Minimum	5.018569	0.380035	5.77E-06	15.64205
Std. Dev.	17.03687	386496.5	0.116665	4.239409
Observations	48	48	48	48

Sumber : Hasil Output Eviews 9 data diolah dari BEI 2016

Dari tabel 1 menunjukkan penelitian ini mempunyai 48 data pengamatan dan dapat di analisis bahwa:

- Nilai rata-rata DEVIDEN (Kebijakan Deviden) pada periode 2013-2016 sebesar 35,49608; nilai standar deviasi sebesar 17,03687 sedangkan nilai tertinggi sebesar 74,76857 dan sebaliknya nilai terendah sebesar 5,018569.
- Nilai rata-rata IOS (*Investment Opportunity Set*) pada periode 2013-2016 sebesar 113005,6; nilai standar deviasi sebesar 386496,5 sedangkan nilai tertinggi sebesar 1636608. dan sebaliknya nilai terendah sebesar 0,380035.
- Nilai rata-rata SK (Struktur Kepemilikan) pada periode 2013-2016 sebesar 0,073032; nilai standar deviasi sebesar 0,116665 sedangkan nilai tertinggi sebesar 0,356410 dan sebaliknya nilai terendah sebesar 5,77E-06.

d. Nilai rata-rata UP (Ukuran Perusahaan) pada periode 2013-2016 sebesar 26,92735; nilai standar deviasi sebesar 4,239409 sedangkan nilai tertinggi sebesar 31,78977 dan sebaliknya nilai terendah sebesar 15,64205.

Dari hasil pengujian model terbaik dapat disimpulkan model yang terbaik untuk mengestimasi Persamaan regresi determinan IOS adalah *Random Effect Model* (REM) dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 2.**  
**Rangkuman Hasil Uji Model Terbaik**

Uji	Hitung	Probabilita	Simpulan
Chow Test (CEM vs FEM)	F hit = 4.101287	0.0008	FEM terbaik
<b>LM Test (CEM vs REM)</b>	Breusch- Pagan = 9.799475	0.0017	REM terbaik
Hausman FEM vs REM	Chi-Sq. Statistic = 4.396902	0.2217	REM terbaik

Sumber : Hasil Output Eviews 9 data diolah dari BEI 2016

**Uji Heterokedastisitas**

Dengan uji White dapat diidentifikasi masalah heterokedastisitas dari hasil perhitungan dapat diidentifikasi tidak ada heterokedastisitas karena nilai koefisien regresi variabel independen tidak signifikan terhadap Dependent Variabel: RESID<sup>2</sup> tidak terjadi (tidak ada) heterokedastisitas dapat dilihat pada tabel berikut ini:

**Tabel 3.**  
**Hasil Uji Heterokedastisitas Dengan Uji white**

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.232135	Prob. F(9,38)	0.3051
Obs*R-squared	10.84316	Prob. Chi-Square(9)	0.2866
Scaled explained SS	7.508237	Prob. Chi-Square(9)	0.5844

Test Equation:

Dependent Variable: RESID<sup>2</sup>

Sumber: Data Diolah (BEI 2016)

Hasil temuan penelitian ini yang terbaik adalah *Random Effect Model* (FEM) model ini mengasumsikan bahwa koefisien regresi (slope) tetap antar perusahaan dan antar waktu. Hasil perhitungan dari regresi menggunakan *Random Effect Model* (FEM) berikut ini:

**Estimasi Persamaan Regresi *Random Effect Model* (REM) Model Terbaik**  
Model *Random Effect* adalah model yang akan mengestimasi data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Hasil perhitungannya adalah sebagai berikut:



**Tabel 4**  
**Random Effect Model (REM)**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	17.31170	14.30755	2.592078	0.0098
IOS	-4.970601	4.77006	-8.423348	0.0000
SK	-55.91044	17.57018	-7.941058	0.0000
UP	0.847823	0.49500	8.451920	0.0000

  

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		9.103269	0.4247
Idiosyncratic random		10.59598	0.5753

  

R-squared	0.559855	Mean dependent var	17.85463
Adjusted R-squared	0.516209	S.D. dependent var	13.01566
S.E. of regression	10.76286	Sum squared resid	5096.924
F-statistic	8.244823	Durbin-Watson stat	1.791711
Prob(F-statistic)	0.000183		

Sumber : Hasil Output Eviews 9 data diolah dari BEI 2016

Berdasarkan hasil regresi menggunakan Random Effect Model (REM) diatas maka dapat disimpulkan bahwa:

- 1) Diperoleh nilai konstanta sebesar 17.31170; nilai  $t_{statistik}$  sebesar 2.592078 dengan probabilitas sebesar  $0.0098 < 0,05$ , artinya konstanta signifikan pada  $\alpha = 0.05$ .
- 2) Variabel *Investment Opportunity Set (IOS)* mempunyai koefisien regresi sebesar -4.970601; nilai  $t_{statistik}$  dengan probabilitas sebesar  $-8.423348 < 0,05$  artinya variabel *Investment Opportunity Set (IOS)* berpengaruh signifikan pada  $\alpha = 0.05$  terhadap *Dividend Payout Ratio (DEVIDEN)*.
- 3) Variabel Kepemilikan Manajerial (SK) mempunyai koefisien regresi sebesar -55,91044; nilai  $t_{statistik}$  -7.941058 dengan probabilitas sebesar  $0,0000 < 0,05$  artinya variabel Kepemilikan Manajerial (SK) berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payuot Ratio (DEVIDEN)* dan signifikan pada  $\alpha = 0.05$ .
- 4) Variabel Ukuran Perusahaan (UP) mempunyai koefisien regresi sebesar 0.847823; nilai  $t_{statistik}$  8.451920 dengan probabilitas sebesar  $0,0000 < 0,05$  artinya variabel Ukuran Perusahaan (UP) berpengaruh terhadap *Dividend Payuot Ratio (DEVIDEN)* dan signifikan pada  $\alpha = 0.05$ .
- 5) Secara bersama-sama variabel *Investment Opportunit Set*, Struktur Kepemilikan dan Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap variabel *Dividend Payout Ratio*, berdasarkan hasil uji statistik

F sebesar 8.244823 output *Random Effect Model*, menunjukkan nilai signifikansi  $0,000183 < 0.5$  (5%) jika dilihat dari hasil analisis data dapat dikatakan bahwa model ini dapat digunakan untuk mengestimasi persamaan regresi.

- 6) Hasil  $R^2$  sebesar 0.559855 merupakan nilai yang menunjukkan kontribusi variabel independen menerangkan hubungan terhadap variabel dependen, sebesar 55.9855 % sedangkan sisa sebesar 44.0145 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak masuk dalam model penelitian ini.

Dari hasil temuan empiris dapat diestimasi persamaan regresi pengaruh *Investment Opportunity Set*, Struktur Kepemilikan dan Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan terhadap variabel *Dividend Payout Ratio* sebagai berikut:

$$DPR_{it} = 17.31170 - 4.970601 IOS_{it} - 55.91044 SK_{2it} + 0.847823 UP_{3it} + \epsilon_{it}$$

### **Pembahasan Hasil penelitian**

Berdasarkan pengujian hipotesis yang telah dilakukan dengan menggunakan variabel independen *Investment Opportunity Set*, Struktur Kepemilikan dan Ukuran Perusahaan, variabel dependen Kebijakan Dividen menggunakan program Eviews menggunakan data panel maka dapat ditentukan bahwa model yang terbaik adalah *Random Effect Model* (REM).

Pembahasan hasil penelitian terhadap masing-masing variabel secara parsial maupun simultan dapat diuraikan sebagai berikut :

#### **Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Dividend Payuot Ratio Secara Parsial**

Hasil uji regresi secara parsial menunjukkan ada pengaruh *Investment Opportunity Set* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payuot Rati* pada perusahaan-perusahaan sektor manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016, artinya semakin tinggi *Investment Opportunity Set* maka Rasio pembayaran dividen (*Dividend Payuot Ratio*) akan semakin berkurang ini akan menimbulkan konflik keagenan.

Penelitian ini didukung oleh Osman, D. dan E. Mohammed (2010) dalam penelitian *Dividend Policy in Saudi Arabia* mengatakan ada pengaruh positif dan signifikan Set Kesempatan Investasi (IOS) terhadap Pembayaran Dividen dan Suherli (2004) menemukan bahwa profitabilitas dan kesempatan investasi mempengaruhi keputusan jumlah pembagian dividen perusahaan *gopublic* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). dan bertentangan dengan penelitian Murhadi (2008) salah satunya menunjukkan bahwa set kesempatan investasi memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan maka semakin rendah dividen yang dibayarkan.

### **Pengaruh Struktur Kepemilikan (SK) terhadap Dividend Payout Ratio (DEVIDEN) Secara Parsial**

Hasil uji regresi secara parsial menunjukkan adanya pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap *Dividend Payout Ratio* secara negatif dan signifikan pada perusahaan-perusahaan sektor manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016, artinya perubahan struktur kepemilikan manajerial akan merespon negatif terhadap perubahan rasio pembayaran dividen (*Dividend Payout Ratio*). Penelitian ini didukung oleh penelitian Putri Indah Ismiati (2017) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen variabel *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial maka perusahaan cenderung mengalokasikan laba pada laba ditahan dengan melakukan investasi melalui Set Kesempatan Investasi (IOS) daripada membayar dividen dengan alasan sumber dana internal lebih efisien dibandingkan sumber dana eksternal, sedangkan tingkat kepemilikan manajerial yang rendah, perusahaan akan melakukan pembagian dividen yang besar untuk memberikan sinyal yang bagus tentang kinerja di masa yang akan datang sehingga meningkatkan reputasi perusahaan di hadapan investor, jika dilihat dari hasil penelitian sebelumnya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dengan kepemilikan saham (*Agency Theory*)

### **Pengaruh Ukuran Perusahaan (UP) terhadap Dividend Payout Ratio (DEVIDEN) Secara Parsial**

Hasil uji regresi secara parsial menunjukkan pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)* secara positif dan signifikan, artinya variabel Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*.

Penelitian ini didukung oleh Anupam Mehta (2012) dari Institute of Management Technology penelitian dilakukan di Dubai mengatakan Ukuran perusahaan Korelasi dan mempunyai pengaruh signifikan pada perusahaan-perusahaan UEA Companies dalam membuat keputusan pembayaran dividen. Mahmoud Al-Nawaiseh (2013) Faculty of business and finance The University of Jordan mengatakan Ukuran Perusahaan (SiZE) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap Pembayaran Dividen (DPR).

### **Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)*, Struktur Kepemilikan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Dividend Payout Ratio Secara Bersama-sama**

Hasil uji regresi secara simultan menunjukkan pengaruh *Investment Opportunity Set*, Struktur Kepemilikan dan Ukuran Perusahaan secara bersama-sama terhadap Kebijakan Dividen dengan secara signifikan, artinya perubahan variabel *Investment Opportunity Set (IOS)*, Struktur Kepemilikan (SK), dan Ukuran Perusahaan (UP) diikuti oleh perubahan *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Penelitian ini didukung oleh Arshad, Z., Yasir Akram, Maryam Amjad, dan M. Usman (2013), hasil penelitiannya mengatakan bahwa Potensi dalam struktur kepemilikan, dan maupun keputusan dividen dan dividen payout model dalam keadaan

meningkatnya penjualan. Penelitian ini menemukan variabel *leverage*, Profitabilitas, IOS, likuiditas, pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap pembayaran dividen dan asosiasi struktur kepemilikan perusahaan Bursa Efek Karachi, penelitian yang sama juga dilakukan oleh Ahmed, H. dan Attiya Y. Javid (2009), Mahmoud Al-Nawaiseh (2013), Jum'ah dan Carlos (2008).

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan dengan persamaan regresi yang sesuai untuk mengestimasi persamaan Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS), Struktur Kepemilikan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Dividend Payout Ratio adalah *Random Effect Model* (REM) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2013-2016.

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. *Investment Opportunity Set* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan-perusahaan sektor manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016, dimana perubahan *Investment Opportunity Set* akan menyebabkan perubahan secara berlawanan terhadap *Dividend Payout Ratio*.
2. Struktur kepemilikan Manajerial berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan-perusahaan sektor manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016, dimana perubahan Struktur kepemilikan Manajerial akan menyebabkan perubahan secara berlawanan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Ukuran Perusahaan berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan-perusahaan sektor manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016, perusahaan yang memiliki ukuran besar cenderung membayarkan dividen (*Dividend Payout Ratio*).

### Saran

Berdasarkan dari kesimpulan dan keterbatasan penelitian diatas, maka beberapa saran yang perlu disampaikan sebagai berikut:

1. Bagi Penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan menggunakan variabel internal lain seperti kepemilikan manajerial, struktur modal, kepemilikan saham publik, solvabilitas, *free cash flow* dan lainnya sebagai variabel independen. Dan selain itu penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan faktor eksternal perusahaan, seperti tingkat suku bunga, kurs mata uang, tingkat inflansi, dan situasi politik sebagai variabel independen yang mempengaruhi Dividend Payout Ratio dengan model penelitian yang memadai.
2. Bagi peneliti selanjutnya yang tertarik dengan topik permasalahan yang sama dapat menambahkan jumlah sampel dan periode penelitian sehingga mampu memberikan hasil yang lebih mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi Dividend Payout Ratio dan variabel *Investment*

*Opportunity Set* bisa menggunakan proksi lain seperti EPS (*Earning Per Share*), CAPBVA (*CapitalExpendituretoBookValueofAsset*), dll.

3. Bagi penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas sampel perusahaan, tidak hanya perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia namun dapat menggunakan objek penelitian yang berbeda seperti : sector property dan real estat, infrastruktur, utilitas, dan transportasi, perdagangan, jasa, dan investasi agar dapat membandingkan apakah terdapat hasil yang berbeda.
4. Bagi akademis hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan perbandingan dan referensi untuk penelitian selanjutnya diharapkan untuk dapat melanjutkan penelitian yang berkaitan dengan *Investment Opportunity Set*, Struktur Kepemilikan dan Ukuran Perusahaan terhadap Dividend Payuot Ratio sehingga bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan.
5. Bagi perusahaan emiten, penelitian ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan kemampuan dalam meningkatkan Dividend Payuot Ratio dengan cara mengefektifkan dan mengefisiensi penggunaan biaya, hutang dalam memperoleh aktiva dengan mempertimbangkan keuntungan yang mungkin di dapat dari penggunaan hutang tersebut, dan memutuskan investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan atau investor, karena tentunya setiap investor menginginkan prospek yang baik bagi perusahaan dimasa depan. Saran untuk investor agar lebih memperhatikan variabel *Investment Opportunity Set* dan Ukuran Perusahaan di mana variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Deviden

#### DAFTAR PUSTAKA

- Al-Nawaiseh, Mahmoud. 2013. **Dividend Policy and Ownership Structure: An Applied Study on Industrial Companies in Amman Stock Exchange.** *Journal of Management Research* ISSN 1941-899X2013, Vol. 5, No. 2
- Arshad, Z.,A. Yasir, A. Maryam, dan M.Usman. 2013. Ownership structure and dividend policy. *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business*5(3): 27-43.
- Belkaoui, Ahmed Riahi. (2000). **Teori Akuntansi, Edisi Pertama, Alih Bahasa Marwata S.E., Akt.** Jakarta: Salemba Empat.
- Gaver, Jeniffer J., dan Kenneth M. Gaver. (1993). **Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividen, and Compensation Policies.** *Journal Of Accounting & Economics*, 16: 125-160.
- Gujarati, D.N. (2012). **Dasar-dasar Ekonometrika, Terjemahan Mangunsong, R.C, Buku 2 Edisi 5.** Jakarta: Salemba Empat.
- Hartono, Jogyanto. (2013). **Teori Portofolio dan Analisis Investasi, Edisi Kedelapan.** Yogyakarta: BPFE.
- Husnan, Suad. (2015). **Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. (Edisi 5).** Yogyakarta : UPPN STIM YKPN.
-

- Jensen & Meckling. (1976). *The Theory of The Firm: Manajerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Financial and Economics, 3: 305-360.
- Jensen, Michael C. and Clifford H. Smith Jr., eds. 1984. *The Modern Theory of Corporate Finance*. McGraw-Hill.
- Kartasukmana, Addin. (2015). **Pengaruh Leverage, Opportunity Set, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan dengan Dividend Payuot Ratio Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan yang Terdapat di BEI**. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
- Mehta, Anupam. 2012. *An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy-Evidence from the UAE Companies*. *Journal Of Global Review of Accounting and Finance*, Vol.3, No.1:18-31
- Martono dan Harjito, A. (2013). **Manajemen Keuangan**. Yogyakarta : Penerbit Ekonisia
- Osman, D. dan E. Mohammed. 2010. *Dividend Policy in Saudi Arabia*. The International Journal of Business and Finance Research, Vol. 4, No. 1, pp 99-113.
- Permana, Hendika. (2016). **Analisis Pengaruh Leverage, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Dividend Payuot Ratio Pada Perusahaan Manufaktur Yang terdaftar Di BEI**. *Skripsi*. Yogyakarta: Universitas Negeri Yogyakarta.
- Putri Indah Ismiati. 2017. **Pengaruh Ios, Leverage, Dan Dividend Yield Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan Sektor Manufaktur Di Bei**. *E-Journal Ekonomi dan Bisnis*, 2(3), pp: 147-174.
- Rachmad, Anggie Noor dan Dul Muid. (2013). **Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage dan Return on Assests (ROA) Terhadap Dividend Payuot Ratio (Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)**. *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol. 2, No. 3, Hal. 1-11.
- Suherli, Michell dan Sofyan F. Harahap. 2004. **Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen**. *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*. Vol.4, No.3, hal.223-245.
- Sugiyono.2016. **Metode Penelitian Bisnis, Cetakan ke-14**. Bandung: Alfabeta.
- Sunyoto, Danang dan Fathonah Eka Susanti. 2015. **Manajemen Pemasaran Jasa**. Yogyakarta: Center For Academic Publishing Service.
- Umar, H. (2013). **Metode Penelitian untuk Skripsi dan Tesis**. Jakarta: Rajawali.
- Widarjono, A. (2009). **Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya Disertai Panduan Eviews**. Yogyakarta: EKONISIA