

Pengaruh kepemilikan manajerial, *board size*, dividen masa lalu dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Dina Patrisia^{1*}, Hannafika Ihsan¹

¹Jurusan Manajemen, Universitas Negeri Padang, Padang, Indonesia

Abstract

This study aims to analyze the effect of managerial ownership, board size, investment opportunities and investment opportunities on dividend policy with proxy payout ratio (DPR), dividend per shares (DPS) and dividend yield (DY) on manufacturing companies listed on the IDX. This research is classified as causative research. The population in this study were all Manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2014-2018. The sampling technique in this study is using purposive sampling technique with a total sample of 231 companies a year. The data used are secondary data obtained from www.idx.co.id and Indonesia Capital Market Directory. Data analysis method used is multiple regression. The results of multiple regression tests show that past dividends have a positive effect on dividend policy with all dividend policy proxies, subsequently investment opportunities have a positive effect on dividend policy with proxies from the DPR and DPS. While other variables do not affect dividend policy.

Keywords: Dividend policy, managerial ownership, board size, past dividends, investment opportunities

How to cite: Patrisia & Ihsan. (2021). Pengaruh kepemilikan manajerial, board size, dividen masa lalu dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia. *Jurnal Kajian Manajemen dan Wirausaha*, 3 (1), 43-53. <https://dx.doi.org/10.24036/jkmw02114630>



This is an open access article distributed under the Creative Commons 4.0 Attribution License, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited. ©2021 by author.

* Corresponding author: patrisiadina@yahoo.com

PENDAHULUAN

Saham merupakan salah satu instrumen yang terdapat dalam pasar modal. Saham dapat didefinisikan sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi dalam perusahaan (Asiri *et al.*, 2018). Salah satu keuntungan yang didapatkan investor saham ialah dividen. Dividen adalah laba bersih yang didistribusikan oleh perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen (Jaara *et al.*, 2018).

Kebijakan yang digunakan untuk menentukan besarnya pembagian dividen kepada pemegang saham disebut dengan kebijakan dividen. Kebijakan dividen terkait dengan pembagian laba perusahaan kepada pemegang saham dan/atau menahan laba perusahaan untuk memenuhi kebutuhan investasi dimasa mendatang (Jaara *et al.*, 2018). Manajemen perusahaan pada umumnya lebih memilih menahan laba bagi pelunasan utang dan melakukan investasi. Sedangkan pemegang saham lebih menyukai dividen dalam jumlah yang besar dari investasi sahamnya (Ismail, 2016). Perbedaan preferensi ini dinyatakan oleh teori keagenan sebagai konflik kepentingan antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajemen) yang mempunyai kepentingan yang berbeda.

Penelitian terdahulu yang mengkaji antedecedan dari kebijakan dividen seperti penelitian Uwalomwa *et al.* (2015), Basri & Majid (2016), Jayanti & Puspitasari (2017), Odeleye & John (2017), Hadamean & Ratmono (2018) serta Pangomo & Pangestuti (2018), menemukan bahwa adanya pengaruh positif dan signifikan dari kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Sari dan Budiasih (2016) dan Rahayu & Rusliati (2019) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Nuhu *et al.* (2014), Uwalomwa *et al.* (2015), Elmagrhi *et al.* (2017), Hadamean & Ratmono (2018) serta Pangomo & Pangestuti (2018) menemukan bahwa *board size* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. sedangkan Subramaniam & Susela (2011) dan Ghasemi *et al.* (2013) menemukan ada pengaruh negatif *board size* terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian Ulfi (2013), Ismail (2016), Jaara *et al.* (2018) dan Dewasiri *et al.* (2019) menemukan bahwa dividen masa lalu berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Peneliti lainnya oleh Al-Najjar (2011), Komrattanapanya & Suntrauk (2013) dan Jabbouri (2016) menemukan bahwa kesempatan investasi berpengaruh positif pada kebijakan dividen, sedangkan Rizqia *et al.* (2013), Labhane & Das (2015), Jaara *et al.* (2018) dan Dewasiri *et al.* (2019) menemukan pengaruh negatif kesempatan investasi dengan kebijakan dividen.

Penelitian terdahulu memperlihatkan adanya ketidak konsistenan pengaruh kepemilikan manajerial, board size, dividen masa lalu dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen. Selain itu, sepengetahuan peneliti belum ada penelitian sebelumnya khususnya di Indonesia yang langsung menggunakan tiga pengukuran kebijakan dividen, yaitu dividend payout ratio (DPR), dividend per shares (DPS) dan dividend yield (DY). Oleh sebab itu peneliti menguji kembali hubungan variabel ini dengan menggunakan pengukuran dividen yang lebih lengkap pada sampel dan periode yang berbeda untuk memperkaya penelitian yang telah ada.

Penelitian ini menggunakan teori keagenan (*agency theory*) dan *good corporate governance* (GCG) dalam menjelaskan hubungan variabel. Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa tidak selarasnya kepentingan antara *principal* dengan *agent* menjadi dasar munculnya teori keagenan. Terpisahnya antara kepemilikan dan manajemen perusahaan yang lazim terjadi pada perusahaan modern dan besar menjadi penyebab munculnya perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak dan menimbulkan masalah keagenan.

Salah satu cara untuk dapat mengurangi konflik keagenan adalah dengan menerapkan GCG didalam perusahaan. GCG terkait dengan kebijakan dan peraturan mengenai tata kelola perusahaan yang memungkinkan kontrol terhadap manajemen perusahaan berjalan dengan baik (Harahap and Wardhani 2012). *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI 2001) menyatakan bahwa “*corporate governance* merupakan seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, manajemen, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka”. Pernyataan ini menyiratkan bahwa *corporate governance* adalah sistem yang mengarahkan dan mengendalikan jalannya aktivitas perusahaan. Pengawasan terhadap perilaku manajer bertujuan agar tindakan manajer memberikan manfaat baik bagi perusahaan (pemilik) maupun manajer perusahaan itu sendiri. Penerapan *good corporate governance* dalam perusahaan dapat meningkatkan kinerja yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial merupakan salah satu mekanisme *good corporate governance* yang dapat digunakan untuk mengurangi konflik antara prinsipal dan agen (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan manajerial merupakan presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen yang secara aktif berpartisipasi dalam pengambilan keputusan dewan komisaris dan dewan direksi (Asiri *et al.*, 2018). Kepemilikan manajerial membuat pihak manajerial akan lebih berhati-hati dalam menentukan keputusan. Manajer yang sekaligus sebagai pemilik perusahaan akan merasakan dampak dari keputusan yang diambil. Oleh sebab itu, adanya kepemilikan saham oleh manajer dip perusahaan tentunya membuat manajer akan menselaraskan kepentingannya sendiri dengan kepentingannya sebagai pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Terkait dengan kebijakan dividen, semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial perusahaan maka ia cenderung akan mengarah pada keputusan pembayaran dividen yang lebih besar (Jayanti & Puspitasari, 2017). Hal ini sesuai dengan keinginan pemegang saham yang jika perusahaan tidak memiliki investasi yang menarik. Penelitian sebelumnya telah menemukan pengaruh positif antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen seperti penelitian dari Uwalomwa *et al.* (2015), Basri & Majid (2016), Jayanti & Puspitasari (2017), Odeleye & John (2017) serta Pangomo dan Pangestuti (2018). Akan tetapi, Sari (2010), Sari & Budiasih (2016) dan Rahayu & Rusliati (2019) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Salah satu penyebabnya diduga karena tingkat kepemilikan manajerial yang masih rendah pada perusahaan Indonesia. walaupun demikian, dengan mempertimbangkan teori keagenan dan GCG maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Board size merupakan jumlah anggota dewan komisaris perusahaan yang bertanggung jawab dan berwenang mengawasi tindakan manajemen (Elmagrhi *et al.*, 2017). Dewan komisaris juga diyakini dapat mengurangi konflik kepentingan antara principal dengan agen dan mencegah kecenderungan manajer untuk berperilaku oportunistik, dengan cara mendistribusikan *free cash flow* kepada para pemegang saham berupa dividen. Selain itu dalam teori *good corporate governance*, *board size* juga dapat meningkatkan sistem kontrol perusahaan dalam melindungi pemegang saham. Semakin besar ukuran keanggotaan dewan, semakin tinggi dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, karena ukuran keanggotaan dewan yang lebih besar memiliki keunggulan dalam hal penyebaran saran dan pendapat dalam memantau kegiatan manajer dibandingkan ukuran keanggotaan dewan kecil (Bokpin, 2011). Penelitian sebelumnya telah menemukan pengaruh positif *board size* terhadap kebijakan dividen, seperti penelitian dari Nuhu *et al.* (2014), Uwalomwa *et al.* (2015), Elmagrhi *et al.* (2017) serta Pangomo & Pangestuti (2018). Akan Tetapi, Subramaniam dan Susela (2011) dan Ghasemi *et al.* (2013) menemukan bahwa *board size* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Salah satu penyebabnya diduga karena *board size* yang semakin besar berpengaruh terhadap koordinasi kerja dewan komisaris, sehingga efektifitas kerja dewan komisaris menurun. Walaupun demikian, dengan mempertimbangkan teori GCG maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: Board size berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Dividen masa lalu merupakan dividen yang dibagikan oleh perusahaan pada periode sebelumnya (Dewasiri *et al.*, 2019). Lintner (1956) menyimpulkan bahwa dividen masa lalu adalah faktor kunci yang mempengaruhi kebijakan dividen karena dianggap investor sebagai sinyal bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang baik. Jika dihubungkan dengan *signaling theory* dividen masa lalu dapat mencerminkan seberapa mampu perusahaan dapat mempertahankan atau menaikkan laba yang diperoleh pada tahun berikutnya, sehingga perusahaan akan berusaha mempertahankan dividen atau menaikkan dividen agar dapat menarik dan memberi kepercayaan kepada investor. Penelitian sebelumnya telah menemukan pengaruh positif dividen masa lalu terhadap kebijakan dividen, seperti penelitian dari Ulfi (2013) dan Jaara *et al.* (2018) yang menggunakan proksi DPR, Ismail (2016) dan Jaara *et al.* (2018) menggunakan proksi DPS serta Jaara *et al.* (2018) dan Dewasiri *et al.* (2019).

H3: Dividen masa lalu berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Menurut Myers (1977) kesempatan investasi merupakan kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dengan berbagai pilihan investasi pada masa yang akan datang. Kesempatan investasi memperlihatkan peluang pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang melalui kesempatan investasi. Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi dan peluang investasi yang lebih besar cenderung membayar dividen dalam jumlah yang sedikit, hal ini sesuai dengan teori residual dividen, yaitu dividen dibayarkan jika ada pendapatan sisa setelah melakukan investasi baru. Penelitian sebelumnya telah menemukan pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen, seperti penelitian dari Rizqia *et al.* (2013), Labhane & Das (2015), Jaara *et al.* (2018), dan Dewasiri *et al.* (2019) menemukan hasil kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi, jika dihubungkan dengan *signaling theory*, perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi tetap berupaya memberikan dividen yang tinggi kepada pemegang saham, hal ini dilakukan untuk memberikan sinyal bahwa investasi yang dilakukan memberikan tingkat keuntungan yang baik dimasa yang akan datang. Hal ini didukung oleh penelitian dari Al-Najjar (2011), Komrattanapanya & Suntrauk (2013) dan Jabbouri (2016) yang menemukan hasil kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan dua kemungkinan ini, maka dapat dibuatkan hipotesis dengan arah terbuka yaitu:

H4: Kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode analisis yakni tahun 2014-2018. Purposive sampling digunakan sebagai teknik pengambilan sampel pada penelitian ini. Adapun kriteria dalam penelitian ini diantaranya perusahaan yang terdaftar di BEI, menyajikan laporan keuangan tahun 2014-2018, menyajikan laporan keuangan dalam rupiah dan perusahaan yang

menghasilkan profit atau laba tidak negatif selama periode penelitian, maka didapatkan sampel jumlah 231 perusahaan tahun. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari www.idx.co.id. Definisi operasional dalam penelitian ini dijelaskan pada Tabel 1.

Tabel 1. Definisi Operasional

Variabel	Defenisi Opersional	Proksi	Sumber
Dependen			
Kabijakan Dividen	Kebijakan yang digunakan untuk menentukan besarnya pembagian dividen kepada pemegang saham.	$DPR = \frac{DPS}{EPS} \times 100$	Benson and Davidson (2009), Adnantara (2014)
		$DPS = \frac{Total\ dividen}{Saham\ Beredar}$	
		$DY = \frac{DPS}{\text{Harga pasar saham}} \times 100$	
Independen			
Kepemilikan Manajerial	Kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan	$\frac{Saham\ manajerial}{Saham\ Beredar}$	Asiri et al. (2018); Jayanti dan Puspitasari (2018)
Board Size	Jumlah seluruh anggota dewan komisaris dalam suatu perusahaan.	Jumlah Dewan Komisaris	Elmaghri et al. (2017)
Dividen Masa Lalu	Dividen yang dibagikan oleh perusahaan pada periode sebelumnya	DPR^{t-1} DPS^{t-1} DY^{t-1}	Benson and Davidson (2009), Adnantara (2014)
Kesempatan Investasi	Kesempatan perusahaan dalam mengembangkan perusahaan	$\frac{saham\ beredar \times harga\ penutupan\ saham}{Total\ ekuitas}$	Jaara et al. (2018) dan Dewasiri et al. (2019)
Kontrol			
Profitabilitas	Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam suatu periode.	$\frac{EAT}{Total\ aset}$	Ismail (2016) dan Dewasiri et al. (2019)
Leverage	Menunjukan seberapa besar penggunaan hutang dengan modal sendiri dalam suatu perusahaan	$\frac{Total\ liabilitas}{Ekuitas}$	Ismail (2016) dan Dewasiri et al. (2019)
Firm Size	Merupakan ukuran perusahaan yang dapat dilihat dari total aktiva yang dimiliki	Ln _Aset	Ismail (2016) dan Dewasiri et al. (2019)

Sumber: Berbagai Artikel

Analisis regresi berganda pada penelitian ini menggunakan 3 model empiris untuk menguji hipotesis yang diilustrasikan sebagai berikut:

$$DPR = \alpha + \beta_1 KM + \beta_2 BS + \beta_3 DPR_{t-1} + \beta_4 MBVE + \beta_5 ROA + \beta_6 DER + \beta_7 \ln aset + e \dots \dots (1)$$

$$DPS = \alpha + \beta_1 KM + \beta_2 BS + \beta_3 DPS_{t-1} + \beta_4 MBVE + \beta_5 ROA + \beta_6 DER + \beta_7 \ln aset + e \dots \dots (2)$$

$$DY = \alpha + \beta_1 KM + \beta_2 BS + \beta_3 DY_{t-1} + \beta_4 MBVE + \beta_5 ROA + \beta_6 DER + \beta_7 \ln aset + e \dots \dots (3)$$

Keterangan: (α) konstanta, (DPR) *dividend payout ratio*, (DPS) *dividend per shares*, (DY) *dividend yield*, (KM) kepemilikan manajerial, (BS) *board size*, (D^{t-1}) Dividen masa lalu, (MBVE) kesempatan investasi, (ROA) profitabilitas, (DER) *leverage*, (Size) ukuran perusahaan, dan (e) error.

Persyaratan analisis regresi berupa uji asumsi klasik telah dilakukan pada penelitian ini. Uji *outlier* dengan metode *z-score*, uji Normalitas menggunakan metode *Kolmogorof-Smirnov Test*, Uji Multikolinearitas menggunakan berupa *varians influence factor*, Uji Autokorelasi menggunakan metode *Runs Test*, dan Uji Heterokedastisitas menggunakan metode koefisien korelasi *spearman*. Hasil pengujian regresi berganda pada ketiga model dinyatakan telah lulus uji dengan metode yang telah disebutkan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil

Statistik Deskriptif Statistik deskriptif yang memberikan gambaran nilai minimum, maximum, rata-rata (mean), dan simpangan baku (standard deviation) dari variabelvariabel yang diteliti dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Deskripsi Statistik

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	231	0,00	200,00	33,99	30,24303
DPS	231	0,00	2600,00	153,08	412,94380
DY	231	0,00	17,14	2,16	2,18431
KM	231	0,00	0,38	0,03	0,08801028
BS	231	2,00	12,00	4,55	1,93725
DPR _{t-1}	231	0,00	145,92	30,85	29,98999
DPS _{t-1}	231	0,00	3400,00	170,82	487,57396
DY _{t-1}	231	0,00	50,80	2,30	3,95835
MBVE	231	0,12	30,17	3,16	4,2120003
ROA	231	-4,42	80,37	10,74	11,88191
DER	231	3,09	360,93	70,78	59,78694
LN_ASET	231	11,80	19,66	15,11	1,59221
Valid N (listwise)	231				

Sumber: Hasil Olahan Statistik

Berdasarkan hasil yang terdapat pada Tabel 3, maka dapat disimpulkan hasil regresi linear berganda pada empat hipotesis yang diajukan bahwa: pertama, kepemilikan manajerial memiliki nilai koefisien yang positif dengan signifikansi diatas 10% atau $> 0,10$ pada ketiga model analisis regresi berganda. Hal ini berarti bahwa kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis pertama (H1) ditolak. Kedua, kepemilikan manajerial memiliki nilai koefisien yang positif dengan signifikansi diatas 10% atau $> 0,10$ pada ketiga model analisis regresi berganda. Hal ini berarti bahwa *board size* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis kedua (H2) ditolak. Ketiga, dividen masa lalu memiliki nilai koefisien yang positif dengan signifikansi dibawah 5% atau $< 0,05$ pada ketiga model analisis regresi berganda. Hal ini berarti bahwa peningkatan dividen masa lalu dapat menaikkan dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan, sehingga hipotesis ketiga (H3) diterima. Keempat, kesempatan investasi memiliki nilai koefisien yang positif dengan signifikansi dibawah 5% atau $< 0,05$ pada model 1 dan pada model 2 signifikan pada alpha 10% atau $< 0,10$, tetapi pada model 3 signifikansi diatas 10% atau $> 0,15$. Hal ini berarti bahwa kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada model 1 dan 2, sehingga hipotesis keempat (H4) diterima.

Model regresi linear berganda dalam penelitian ini digunakan untuk menyatakan pengaruh fungsional antara variabel bebas dan variabel terikat dapat dilihat pada Tabel 3 dibawah.

Pembahasan

Berdasarkan hasil regresi berganda pada Tabel 3 dimana variabel kepemilikan manajerial diprosikan dengan KM bernilai positif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada ketiga model regresi berganda. Tidak signifikannya kepemilikan manajerial diduga karena jumlah rata-rata kepemilikan manajerial relatif kecil, jumlah kepemilikan manajerial yang masih kecil belum bisa mengurangi masalah perbedaan kepentingan (konflik keagenan) antara manajer dan pemegang saham. Temuan ini relevan dengan penelitian yang dilakukan oleh Basri dan Majid (2016) serta Hademan dan Ratmono (2018) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Tabel 3. Hasil Uji Analisis Berganda

	MODEL 1 (DPR)					MODEL 2 (DPS)					MODEL 3 (DY)				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients			Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	B	Std. Error	Beta	t	Sig.	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	29,271	1,154		25,363	0,000	54,679	16,043		3,408	0,001	1,987	0,098		20,277	0,000
KM	0,860	1,218	0,041	0,706	0,481	-11,813	16,391	-0,040	-0,721	0,472	0,031	0,104	0,020	0,302	0,763
BS	0,029	0,075	0,030	0,391	0,696	0,703	1,005	0,053	0,700	0,485	0,004	0,006	0,056	0,626	0,532
DPR _{t-1}	0,016	0,004	0,253	3,925	0,000										
DPS _{t-1}						0,013	0,003	0,238	3,985	0,000					
DY _{t-1}											0,005	0,002	0,153	2,355	0,019
MBVE	0,121	0,030	0,274	3,995	0,000	0,733	0,393	0,119	1,868	0,063	5,374E-05	0,002	0,002	0,022	0,982
ROE	0,004	0,010	0,023	0,358	0,720	0,193	0,134	0,088	1,443	0,150	0,002	0,001	0,138	1,844	0,066
DER	-0,002	0,002	-0,062	-1,096	0,274	-0,024	0,024	-0,055	-0,993	0,322	-9,015E-05	0,000	-0,039	-0,588	0,557
SIZE	0,252	0,090	0,215	2,806	0,005	6,057	1,257	0,372	4,819	0,000	0,009	0,008	0,108	1,199	0,232
N	230					231					230				
F test	15,627					19,025					2,451				
Adjusted R ²	0,309					0,354					0,042				

Sumber: Hasil Olahan Statistik

Variabel *board size* yang diproksikan dengan BS, bernilai positif namun tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada ketiga model regresi berganda. Tidak signifikannya *board size* diduga karena kurang efisiennya peran dewan komisaris dalam menjalankan tugasnya. Temuan ini relevan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nuhu *et al.* (2014) serta Hademan & Ratmono (2018) yang menyatakan bahwa *board size* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Variabel dividen masa lalu yang diproksikan dengan D^{-1} bernilai positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada ketiga model regresi berganda. Hasil ini mengartikan bahwa semakin besar jumlah dividen masa lalu maka akan semakin besar pula dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan manufaktur kepada pemegang saham. Temuan ini juga sesuai dengan dengan *signalling theory* serta relevan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ismail (2016), Jaara *et al.* (2018) dan Dewasiri *et al.* (2019) yang mendapatkan hasil bahwa dividen masa lalu berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Variabel kesempatan investasi yang diproksikan dengan MBVE, bernilai positif signifikan pada model 1 dan 2 serta tidak signifikan terhadap model 3. Temuan ini mengartikan bahwa semakin besar jumlah kesempatan perusahaan dalam melakukan investasi maka akan semakin besar pula dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan manufaktur kepada pemegang saham. Hal diduga karena perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi tidak selalu mendistribusikan dividen dalam jumlah kecil dan perusahaan tidak selalu dapat memanfaatkan kesempatan dalam melaksanakan kesempatan investasi dimasa yang akan datang. Selain itu dengan hasil penelitian yang memperlihatkan bahwa investasi perusahaan manufaktur pada penelitian mampu menghasilkan tingkat keuntungan yang relative baik sehingga perusahaan bisa membagikan dividen yang cukup tinggi. Temuan pada penelitian ini juga mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Komrattanapanya & Suntrauk (2013), Ismail (2016) dan Jabbouri (2016) yang mendapatkan hasil bahwa kesempatan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

SIMPULAN

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa dividen masa lalu (D_{t-1}) dan kesempatan investasi (MBVE) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen sedangkan kepemilikan manajerial (KM), *board size* (BS) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil penelitian ini maka dapat diberikan beberapa saran. Pertama, bagi investor yang menginginkan pembayaran dividen, penelitian ini menunjukkan bahwa dividen masa lalu dan kesempatan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Oleh sebab itu, investor dapat mempertimbangkan untuk lebih berinvestasi pada perusahaan dengan dividen masa lalu dan kesempatan investasi yang tinggi. Kedua, bagi manajer, sebagai implikasi yang harus mereka lakukan untuk perusahaan agar investor tertarik berinvestasi. Terutama dari dividen masa lalu dan kesempatan investasi yang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini tidak terlepas dari keterbatasan. Pertama, penelitian tentang kebijakan dividen ini hanya dilakukan pada industry manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hal ini membuat ruang lingkup penelitian relatif kecil. Kedua, penelitian hanya meneliti empat faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Peneliti berikutnya tentang kebijakan deviden diharapkan dapat mengganti atau menambah industri yang diteliti, mengganti atau menambah variable yang digunakan serta memperpanjang periode penelitian.

REFERENSI

- Al-Najjar, B. (2011). The inter-relationship between capital structure and dividend policy: empirical evidence from Jordanian data. *International Review of Applied Economics*, Vol. 25 No. 2, pp. 209-224.
- Asiri, F. M., T, S., & Andayani, W. (2018). The influence of ownership structure and company characteristics of dividend policy with sales growth as moderation variable. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 15(5), 252–260.

- Basri, H., & Majid, M. Shabri Abd. (2016). Institusional, arus kas bebas, dan leverage pada saham-saham blue chip (lq 45) pada Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013. *February*.
- Bursa Efek Indonesia. Fact book (2018). diakses dari <http://www.idx.co.id/idid/beranda/publikasi/factbook.aspx>.
- Dewasiri, N. J., Yatiwelle koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413–429. <https://doi.org/10.1108/mf-09-2017-0331>.
- Elmagrhi, Mohamed H., Collins G. Ntim, Richard M. Crossley, John K. Malagila, Samuelofosu, and Tien V. Vu. (2017). Corporate governance and dividend pay-out policy in uk listed smes: the effects of corporate board characteristics. *International Journal of Accounting & Information Management* 25, 459-83.
- Ghasemi, R.S., Madrakian, H. and Keivani, F.S. (2013). The relationship between the corporate governance and the stock institutional ownership with the dividend - a case study of Tehran. *Journal of Business and Management*, Vol. 15 No. 2, pp. 65-69.
- Hadamean, V., & Ratmono, D. (2018). *Pengaruh tata kelola perusahaan, struktur kepemilikan, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen di Indonesia*. 8(2011), 1–10.
- Ismail Yusniliyana Yusof Suhaiza. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99. <https://doi.org/10.1108/ribs-02-2014-0030>.
- Jaara, B., Alashhab, H., & Jaara, o. (2018). The determinants of dividend policy for non-financial companies in jordan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(2), 198–209.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: evidence from mena stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283–298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>.
- Jayanti, I. S. D., & Puspitasari, A. F. (2017). Ownership structures and dividend policy in manufacturing companies in Indonesia. *Tijab (The International Journal of Applied Business)*, 1(1), 1. <https://doi.org/10.20473/tijab.v1.i1.2017.1-13>.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360. [https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x).
- Labhane, n. B., & Das, R. C. (2015). Determinants of dividend payout ratio: evidence from indian companies. *Business and Economic Research*, 5(2), 217. <https://doi.org/10.5296/ber.v5i2.8154>.
- Nuhu, E., Musah, a., & Senyo, D. B. (2014). Determinants of dividend payout of financial firms and non-financial firms in Ghana. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(3), 109–118. <https://doi.org/10.6007/ijarafms/v4-i3/1057>.
- Pangomo, A. J., & Pangestuti, I. R. D. P. (2018). Pengaruh ownership structure, dan board governance terhadap dividen yield (studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2016). *Jurnal Studi Manajemen Organisasi*, 15(1), 86. <https://doi.org/10.14710/jsmo.v15i1.21240>.
- Rizqia, D. A., Aisjah, S., Program, P., & Java, E. (2013). *Effect of managerial ownership , financial leverage , profitability , firm size , and investment opportunity on dividend policy and firm value*. 4(11), 120–130.
- Sari, N. K. A. P., & Budiasih, I. G. A. N. (2016). pengaruh kepemilikan managerial, kepemilikan institusional, free cash flow dan profitabilitas. fakultas ekonomi dan bisnis universitas udayana (Unud), Bali , Indonesia Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana. *E-jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15, 2439–2466.
- Ulfi, R. R. (2013). *Dividend payout ratio, profitability, liquidity, financial leverage, investment opportunities, sales growth, firm size, business risk, previous year's dividend payment, industry dummies*.

- Uwalomwa, U., Olamide, O., & Francis, I. (2015). *The effects of corporate governance mechanisms on firms dividend payout policy in Nigeria*. 2015. <https://doi.org/10.5171/2015.313679>.
- Vo, D. H., & Nguyen, V. T.-Y. (2014). Managerial ownership, leverage and dividend policies: empirical evidence from vietnam's listed firms. *International Journal of Economics and Finance*, 6(5), 274–284. <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n5p274>.