

DAMPAK KEBIJAKAN INVESTASI DAN KEBIJAKAN PENDANAAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Winston Pontoh

(Email : winston_pontoh@yahoo.com)

Abstract

Investors as shareholder has motivation for increasing their wealth through dividend that they would received or for increasing their investment value through increasing of their share in the market. Financing decision and investment decision is the very important information for investors, because these decisions are the basic decisions to reach the net earnings target and then become a base to determine the dividend payment.

This study had samples for 270 companies in period of 2009 till 2011, where the method of analysis for hypothesis testing is using logistic regression method. This study found that, partially, the financing decision had significant relationships to dividend policy. And as general, this study found that, the samples by this study, tend to use less external financing but had more tangible assets.

Keywords : DAR, Tangibility, Dividend

1. PENDAHULUAN

Investor memiliki preferensi yang unik atas investasinya, khususnya dalam investasi saham. Hal ini disebabkan karena investor yang berlaku sebagai pemegang saham memiliki motivasi untuk meningkatkan kesejahteraannya lewat dividen yang diterima atau meningkatkan nilai investasinya lewat kenaikan harga sahamnya dalam pasar modal (Erasmus, 2013). Sebaliknya, investasi atas saham merupakan investasi yang memiliki risiko yang variatif, sehingga penyusunan portofolio investasi dari investor harus dilakukan sebaik mungkin untuk mengoptimalkan keuntungan dan mengurangi risiko dari investasi yang dilakukan.

Dalam pasar modal, nilai pasar saham akan menjadi sangat variatif seiring dengan persepsi investor atas entitas yang menerbitkan saham, sehingga setiap langkah kebijakan yang diambil oleh setiap entitas harus diperhitungkan terlebih dahulu sebelum diputuskan, karena dapat berpengaruh terhadap reaksi investor terkait dengan pengembalian atau keuntungan yang diharapkan (*expected return*).

Adapun keputusan dari kebijakan entitas yang sering menjadi sorotan investor adalah keputusan pendanaan dan keputusan investasi. Informasi atas kedua keputusan ini menjadi sangat penting bagi investor karena merupakan dasar kebijakan yang dapat mempengaruhi pencapaian laba bersih entitas yang dapat menjadi dasar untuk penetapan pembagian dividen sehingga dapat memiliki dampak pada harga pasar saham entitas tersebut. Pembagian dividen atau sering disebut keputusan dividen (*dividend decision*) adalah merupakan distribusi kas dari laba bersih sebuah entitas (Ross et. al., 2008).

Keputusan pendanaan (*financing decision*) merupakan kebijakan korporat untuk menentukan berapa jumlah tambahan utang dan modal yang diperlukan, jenis dari utang dan modal tambahan tersebut, serta kapan waktu perolehan tambahan utang dan modal (Ross et. al., 2008), yang dapat digunakan untuk membiayai jalannya operasional perusahaan (Pike & Neale, 2009). Sedangkan keputusan investasi (*investment decision*), lebih merujuk kepada masalah keputusan penganggaran modal (*capital budgeting decision*) yang bertujuan untuk pemerolehan aset dalam bentuk aset tetap yang akan dipakai untuk menciptakan barang dan jasa dan sebagai pendukung operasional perusahaan (Pike & Neale, 2009).

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Hubungan Kebijakan Investasi dengan Kebijakan Dividen

Black (1996) dan Constantinides (1982) menyatakan bahwa, dividen merupakan sebuah sinyal atau informasi yang lebih baik dari pihak manajemen yang menggambarkan kondisi sebuah perusahaan, hal ini disebabkan karena, adanya peningkatan atas pembayaran dividen, maka hal ini mencerminkan adanya kondisi perusahaan yang baik atau setidaknya memberikan sinyal bahwa prospek perusahaan tersebut masih dalam keadaan yang baik. Sebelumnya, Bhattacharya (1979) menyebut dividen bagi pemegang saham sebagai “*bird in the hand*”, karena adanya harapan yang semakin meningkat dari pemegang saham untuk dividen seiring dengan kemampuan perusahaan untuk menciptakan arus kas masuk.

Barclay et. al. (2009), menyatakan bahwa, pemegang saham aktif cenderung lebih tertarik untuk meningkatkan kinerja operasional perusahaan, sehingga hal ini akan berdampak pada kebijakan dividen yang cenderung diputuskan untuk diturunkan. Dalam hal ini, apabila perusahaan lebih berfokus pada keputusan operasional, maka peningkatan atas jumlah dividen yang dibayarkan akan mempertimbangkan tercukupinya kebutuhan investasi dan likuiditas. Sedangkan pemegang saham di dalam yang berfokus pada keuangan, agak sedikit berbeda dan lebih pasif, dimana pilihan atas keputusan investasi tidak berdampak pada kebijakan dividen. Renneboog & Szilagyi (2006) menemukan bahwa, tidak terdapat hubungan signifikan antara dividen dengan utang dan peluang investasi untuk perusahaan-perusahaan terbuka yang ada di Belanda. Modigliani & Miller (1958), berpendapat bahwa, pemegang saham akan memiliki pandangan yang berbeda atas kebijakan dividen sepanjang perusahaan terkait memiliki kebijakan investasi yang optimal. Yoon & Starks (1995), menemukan bahwa, keputusan atas kebijakan investasi dari pihak manajer tidak menentukan besarnya jumlah dividen yang diumumkan.

Ardestani, et. al. (2013), menemukan bahwa, peluang investasi sebagai salah satu penentu utama dalam menentukan besarnya jumlah dividen yang akan dibayar, dimana hubungan yang terjadi adalah positif signifikan. Walaupun pada umumnya perusahaan-perusahaan memiliki peluang investasi yang positif, akan tetapi pembayaran dividen adalah sebuah pilihan. Persepsi umum yang seringkali timbul adalah pada saat peluang investasi mengalami peningkatan, maka perusahaan biasanya akan memangkas dividen yang akan dibayar dalam rangka mempertahankan sumber daya keuangan yang akan dipakai untuk dilakukannya investasi kembali.

2.2. Hubungan Kebijakan Pendanaan dengan Kebijakan Dividen

Black (1996) berpendapat bahwa, dengan adanya utang dalam struktur modal sebuah perusahaan, maka hal ini akan menyebabkan dibatasinya jumlah pembayaran dividen kepada pemegang saham. Selain itu, dividen juga dapat ditunda pembayarannya kepada pemegang saham, untuk digunakan sebagai sumber modal tambahan dalam rangka pembiayaan sebuah proyek investasi yang belum atau kurang menguntungkan, terlebih jika perusahaan terkait tidak memiliki kebijakan untuk memperoleh tambahan modal yang berasal dari pihak luar.

Aivazian, et. al. (2005) menemukan bahwa, utang dapat memiliki dampak yang signifikan terhadap keputusan investasi sebuah perusahaan. Hasil penelitian ini didukung oleh Almeida & Campello (2007), dengan menambahkan catatan bahwa perusahaan tersebut cenderung menggunakan pembiayaan yang lebih sedikit akan tetapi memiliki asset berwujud yang lebih banyak. Yoon & Starks (1995), menemukan bahwa, adanya perubahan dividen, baik peningkatan maupun penurunan, memiliki hubungan yang signifikan dengan adanya perubahan pengeluaran modal, baik peningkatan maupun penurunan.

Ardestani, et. al. (2013), menemukan bahwa, utang memiliki hubungan negatif dengan pembayaran dividen, hanya apabila utang yang dimaksud telah mendekati jatuh tempo, maka utang tersebut akan memiliki hubungan yang signifikan dengan kebijakan pembayaran dividen. Oleh sebab itu, dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi jumlah utang yang diperoleh, maka jumlah dividen yang dibayarkan akan dibatasi.

3. METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data dalam penelitian ini adalah data kuantitatif yang berupa data rasio keuangan yang berasal dari laporan keuangan audit dan terpublikasi untuk periode tahun 2009 sampai dengan tahun 2011. Sedangkan sumber data dalam penelitian ini adalah berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI).

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia atau sebanyak 446 perusahaan, dimana, berdasarkan metode *purposive sampling*, sejumlah 270 perusahaan diambil sebagai sampel penelitian karena menerbitkan laporan keuangan dan diaudit secara berturut-turut selama 3 tahun, serta kelayakan lainnya untuk kebutuhan penelitian, sehingga total data observasi dalam penelitian adalah 810.

SEKTOR	JUMLAH	KODE 1	KODE 0
Agriculture	15	6	9
Mining	25	6	19
Basic Industry and Chemicals	56	14	42
Miscellaneous Industry	39	10	29
Consumer Goods Industry	29	12	17
Infrastructure, Utilities & Transportation	25	5	20
Trade, Services & Investment	81	26	55
JUMLAH	270	79	191

3.3. Metode Analisis

Dalam penelitian ini, metode analisis yang akan digunakan sebagai alat pengujian hipotesis adalah metode analisis regresi logistik, dengan tingkat signifikansi 5%.

3.4. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

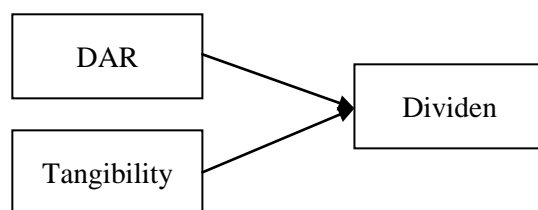
Variabel dependen dalam penelitian ini adalah pembayaran dividen sebagai indikator dari kebijakan dividen, yang diukur dengan menggunakan angka *dummy*, dimana perusahaan yang melakukan pembayaran dividen secara penuh selama 3 (tiga) tahun berturut-turut akan diberikan kode 1 (satu), sedangkan perusahaan yang tidak melakukan pembayaran dividen secara penuh selama 3 (tiga) tahun berturut-turut akan diberikan kode 0 (nol). Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Kebijakan investasi, yang diproksikan lewat perbandingan aset tetap atas total aset (*tangibility*). Proksi ini didasarkan dari penelitian Hovakimian et. al. (2004), Baker & Wurgler (2002), Molina (2005), dan Khrawish & Khraiwesh (2010).
2. Kebijakan pendanaan, yang diproksikan lewat rasio perbandingan antara total utang atas total aset (*debt to asset ratio*). Proksi ini didasarkan dari penelitian Hovakimian et. al. (2004), Agrawal et. al. (1996), Rajan & Zingales (1995).

3.5. Hipotesis dan Model

Dalam penelitian ini, model persamaan dari hipotesis adalah sebagai berikut :

$$\text{Dividen} = \alpha + \beta\text{DAR} + \beta\text{Tangibility} + \varepsilon$$



- Ha₁ : Kebijakan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
Ha₂ : Kebijakan investasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan regresi logistik (Tabel 5), maka persamaan regresi yang dihasilkan adalah sebagai berikut :

$$\text{Dividen} = 0.059 - 1.905\text{DAR} - 0.029\text{Tangibility} + \varepsilon$$

Hasil pengujian dengan menggunakan uji Hosmer Lemeshow (Tabel 1) menunjukkan bahwa nilai Chi Square berada pada tingkat signifikansi 0.063, sehingga dapat disimpulkan bahwa model adalah fit dengan data, dengan ketepatan pengujian sebesar 69.3% (Tabel 4). Sedangkan nilai Cox & Snell serta nilai Nagelkerke (Tabel 2) menunjukkan bahwa variabel independen dapat menjelaskan model variabel dependen sebesar 6.3% dan 8.9% sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

Variabel dari kebijakan pendanaan yang diproksikan dengan DAR dan kebijakan investasi yang diproksikan dengan *Tangibility*, secara simultan, signifikan mempengaruhi variabel kebijakan dividen, seperti yang ditunjukkan pada hasil Omnibus Tests (Tabel 3). Secara parsial (Tabel 5), kebijakan pendanaan merupakan variabel yang signifikan mempengaruhi variabel kebijakan dividen, sehingga dalam hal ini Ha₁ diterima. Sedangkan, variabel kebijakan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel kebijakan dividen, sehingga dalam hal ini Ha₂ ditolak.

4.2. Pembahasan

Hasil pengujian dengan menggunakan regresi logistik (Tabel 5), menunjukkan bahwa, nilai konstan dividen dari perusahaan-perusahaan sampel adalah bernilai positif, dimana nilai dividen dari perusahaan-perusahaan yang membayar dividen secara penuh selama 3 (tiga) tahun adalah lebih tinggi 1.060 kali dibandingkan dengan nilai dividen perusahaan-perusahaan yang tidak membayar dividen secara penuh selama 3 (tiga) tahun.

Kebijakan pendanaan menunjukkan hubungan negatif dengan kebijakan dividen, dimana, untuk setiap kenaikan utang sebesar Rp. 1, akan mengakibatkan menurunnya jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebesar Rp. 1.905. Dalam sampel penelitian ini, perusahaan-perusahaan yang membayar dividen secara penuh selama 3 (tiga) tahun memiliki pembiayaan utang atas aset sebesar 0.149 kali lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tidak membayar dividen secara penuh selama 3 (tiga) tahun. Hasil penelitian ini sesuai dengan pendapat Black (1996), Yoon & Starks (1995), dan Ardestani, et. al. (2013), dimana, dengan adanya peningkatan utang, maka nilai dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham dapat menjadi berkurang.

Kebijakan investasi juga menunjukkan hubungan negatif dengan kebijakan dividen, dimana, untuk setiap kenaikan investasi atas aset tetap sebesar Rp. 1, maka jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham akan mengalami penurunan sebesar Rp. 0.029. Berdasarkan hasil pengujian, ditemukan bahwa, perusahaan-perusahaan yang melakukan pembayaran dividen secara penuh selama 3 (tiga) tahun memiliki perbandingan aset tetap sebesar 0.971 kali lebih besar dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tidak membayar dividen secara penuh selama 3 (tiga) tahun. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Ardestani, et. al. (2013), tapi apabila memperhatikan tingkat signifikansi dari hasil pengujian, maka hasil penelitian dari Renneboog & Szilagyi (2006) serta Yoon & Starks (1995) dapat diterima, dengan pertimbangan dari Barclay et. al. (2009) dan Modigliani & Miller (1958) tentang adanya investasi yang optimal dan adanya peningkatan harapan pemegang saham dimasa datang (Bhattacharya, 1979).

Secara umum, konfirmasi dalam hasil penelitian ini (Tabel 6) mendukung pendapat dari Aivazian, et. al. (2005) serta Almeida & Campello (2007), yaitu utang dapat memiliki dampak yang signifikan terhadap keputusan investasi, dimana perusahaan yang cenderung menggunakan pembiayaan yang lebih sedikit, pada umumnya memiliki asset berwujud yang lebih banyak.

5. KESIMPULAN

Berdasarkan periode dan sampel yang diteliti, secara parsial, hanya kebijakan pendanaan yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen secara signifikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa, adanya peningkatan utang, akan menyebabkan menurunnya nilai dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham (investor).

Dalam sampel penelitian ini, kebijakan investasi tidak mempengaruhi kebijakan dividen secara signifikan, disebabkan adanya kecenderungan telah terciptanya investasi yang optimal dalam entitas, selain itu adanya investasi dapat menyebabkan pemegang saham (investor) dapat menunda penerimaan dividennya, dengan harapan akan menerima dividen tersebut dimasa yang akan datang dalam jumlah yang lebih tinggi.

Secara umum, hasil penelitian ini juga mengkonfirmasi bahwa utang dapat memiliki dampak yang signifikan terhadap keputusan investasi, dimana perusahaan cenderung menggunakan pembiayaan yang lebih sedikit, tapi memiliki asset berwujud yang lebih banyak.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, Surendra P, et. al. (1996). Price to Book Ratio as a Valuation Model : An Empirical Investigation. *Finance India* Vol. X No. 2, June 1996, pages 333-344.
- Aivazian, Varouj A. et. al. (2005). Debt Maturity Structure and Firm investment. *Financial Management*, pages 107 – 11.
- Almeida, Heitor & Campello, Murillo. (2007). Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *The Review of Financial Studies*, Vol. 20 No. 5. Oxford University Press.
- Ardestani, Hananeh Shahtemoori, et. al. (2013). Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol. 3, No. 1, pp. 123-136. Scienpress Ltd.
- Baker, Malcolm & Wurgler, Jeffrey. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1 (Feb., 2002), pp. 1-32 Published by: Blackwell Publishing for the American Finance Association.
- Barclay, Michael J. et. al. (2009). Dividends and Corporate Shareholders. *The Review of Financial Studies* Vol. 22 No. 6. Oxford University Press.
- Bhattacharya, Sudipto. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1 (Spring, 1979), pp. 259-270. The RAND Corporation.
- Black, Fischer. (1996). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, Special Issue. 8-12.
- Constantinides, G. M. (1982). To Pay or Not To Pay Dividends : Discussions. *The Journal of Finance*, Vol. 37 Issue 2, Papers and Proceedings of the Fortieth Annual Meeting of the American Finance Association, Washington D. C., December 28-30, 470-472.
- Erasmus, Pierre. (2013). The Influence of Dividend Yield and Dividend Stability on Share Returns : Implications for Dividend Policy Formulation. *Journal of Economic and Financial Sciences*, April, pp. 13-32.
- Hovakimian, Armen, et. al. (2004). Determinants of Target Capital Structure : The Case of Dual Debt and Equity Issues. *Journal of Financial Economics* 71 (2004) 517–540.
- Khrawish, Husni Ali & Khraiweh, Ali Husni Ali. (2010). The Determinants of the Capital Structure : Evidence from Jordanian Industrial Companies. *JKAU: Econ. & Adm.*, Vol. 24 No. 1, pp: 173-196.

- Modigliani, Franco & Miller, Merton H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, Vol. 48, No. 3. (Jun., 1958), pp. 261-297.
- Molina, Carlos A. (2005). Are Firms Underleveraged? An Examination of the Effect of Leverage on Default Probabilities. The Journal of Finance, Vol. 60, No. 3 (Jun., 2005), pp. 1427-1459.
- Pike, Richard & Neale, Bill. (2009). Corporate Finance and Investment - Decisions & Strategies, Sixth Edition. Pearson Education Limited.
- Rajan, Raghuram G. & Zingales, Luigi. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. The Journal of Finance, Vol. L No. 5, December, pp. 1421-1460. Blackwell Publishing for the American Finance Association.
- Renneboog, Luc & Szilagyi, Peter G. (2006). How relevant is dividend policy under low shareholder protection? Discussion Paper No. 2006-73, ISSN : 0924-7815. Tilburg University.
- Ross, Stephen A. et. al. (2008). Corporate Finance, 8th Edition. Mc Graw-Hill/Irwin.
- Yoon, Pyung Sig & Starks, Laura T. (1995). Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements. Review of Financial Studies, Vol. 8, Issue 4, 995-1018.

LAMPIRAN

Tabel 1
Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	14.828	8	.063

Tabel 2
Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	926.871(a)	.063	.089

a Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than .001.

Tabel 3
Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	52.349	2	.000
	Block	52.349	2	.000
	Model	52.349	2	.000

Tabel 4
Classification Table(a)

		Observed		Predicted			
		Div		Percentage Correct			
		.00	1.00			.00	
Step 1	Div	.00	561	12			97.9
		1.00	237	0			.0
Overall Percentage							69.3

a The cut value is .500

Tabel 5
Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1(a)	DAR	-1.905	.327	33.916	1	.000	.149
	Tangibility	-.029	.066	.195	1	.659	.971
	Constant	.059	.199	.087	1	.768	1.060

a Variable(s) entered on step 1: DAR, Tangibility.

Tabel 6
Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		t	Sig.
		B	Std. Error		
1	(Constant)	.321	.309	1.041	.298
	Tangibility	-.333	.166	-2.001	.046

a Dependent Variable: DAR