

**PENGARUH SET KESEMPATAN INVESTASI  
DAN KEPEMILIKAN MANAJEMEN TERHADAP PEMBAYARAN DIVIDEN  
PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Christina Heti Tri Rahmawati**

Program Studi Manajemen - Fakultas Ekonomi  
Universitas Sanata Dharma Yogyakarta

**ABSTRACT**

*The purpose of the research was to examine: (1) the effect of investment opportunity set on dividend payout at the firms listed at Indonesia Stock Exchange at period 2013-2015 and (2) the effect of investment opportunity set on dividend payout with insider ownership as a moderating variable at the firms listed at Indonesia Stock Exchange at 2013-2015 period. The population in this research was all of the firms listed at Indonesia Stock Exchange at 2013-2015 period, namely 266 firms. The samples were taken with purposive sampling method; they were 35 firms. The criteria of the firms becoming samples were (1) having insider ownership and (2) having amount of stocks to be sold. The data collection technique was using documentation of the center of stock exchange data, Faculty of Economics and Business UGM. The data analysis method was multiple linear regression. The analysis showed that the investment opportunity set had a negative impact on dividend payout, while the insider ownership strengthened the relationship.*

**Keywords :** *Investment Opportunity Set, Dividend Payout, Insider Ownership*

## **A. Pendahuluan**

### **1. Latar Belakang**

Dalam menjalankan usahanya, perusahaan yang *go public* dikelola dengan memisahkan antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan atau manajerial. Pemisahan fungsi tersebut membentuk suatu hubungan keagenan yaitu suatu hubungan di mana pemilik perusahaan mempercayakan pengelolaan perusahaan dilakukan oleh orang lain atau manajer sesuai dengan kepentingan pemilik dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada agen. Manajer dalam menjalankan perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengelola perusahaan sebagaimana diamanatkan oleh pemilik atau para pemegang saham yaitu meningkatkan kemakmuran prinsipal melalui peningkatan nilai perusahaan.

Hubungan keagenan dapat menimbulkan konflik keagenan, di mana menciptakan biaya keagenan berupa biaya pemantauan yang besar. Biaya pemantauan yang besar menimbulkan kerugian bagi pemegang saham, manajer dan kreditor. Jika perusahaan tersebut dimiliki oleh sebagian besar pemegang saham, maka akibat biaya pemantauan yang besar akan menurunkan kesejahteraan bagi pemegang saham. Hal ini berdampak pada penurunan kesejahteraan manajemen.

Oleh karena itu, manajer berusaha untuk mengurangi biaya keagenan. Menurut Jensen (dalam Simon, Kevin & Heibatollah, 2004), bagi manajer cara untuk mengurangi biaya keagenan adalah membayar dividen ke pemegang saham, melakukan pendanaan utang, meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen, menggunakan jasa analis untuk memonitor manajemen dan melaporkannya ke pemegang saham dan kreditor, serta mengurangi sumber-sumber *discretionary* dari aliran kas bebas. Dengan cara tersebut, kepentingan semua pihak yaitu pemegang saham, manajer, dan kreditor dapat terpenuhi tanpa ada pihak yang merasa dirugikan. Jika semua kepentingan telah terpenuhi maka tidak ada konflik keagenan yang menimbulkan biaya keagenan.

Manajemen selalu ingin meningkatkan nilai perusahaan dan laba tinggi karena akan berpengaruh pada peningkatan kesejahteraan dirinya. Oleh karena itu, manajemen berusaha untuk mencari peluang investasi yang memberikan *net present value* positif. Investasi dapat menambah nilai perusahaan dan meningkatkan nilai saham-sahamnya. Investasi tidak berhubungan langsung dengan laba, tetapi hasil dari investasi akan mendatangkan laba bagi perusahaan jika proyek investasi tersebut berhasil. Manajemen harus membuat keputusan apakah mengajukan pinjaman pada kreditor atau memutuskan memberikan dividen kepada pemegang saham. Setiap sumber pendanaan yang dimiliki manajemen akan digunakan untuk membiayai operasional perusahaan dan investasi untuk kelangsungan perusahaan.

Penelitian di Indonesia belum meneliti pengaruh set kesempatan investasi dengan moderasi kepemilikan manajemen terhadap pembayaran dividen. Oleh karena itu, isu ini mendorong peneliti untuk meneliti lebih jauh pengaruh set kesempatan investasi dengan moderasi kepemilikan manajemen terhadap keputusan yang diambil perusahaan yakni memutuskan melakukan pembayaran dividen.

Struktur kepemilikan dalam penelitian ini terdiri atas variabel kepemilikan manajemen, yaitu direktur dan komisaris (Masdupi, 2005). Kepemilikan manajemen dalam penelitian ini adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris. Dengan persentase jumlah saham yang dimiliki manajemen tersebut apakah dapat digunakan oleh manajemen untuk memilih keputusan pendanaan. Moh'd, Perry & Rimbey (1998) dan Masdupi (2005) menyatakan bahwa manajemen berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Peneliti menduga bahwa persentase kepemilikan manajemen terhadap saham yang dimilikinya kecil sehingga kurang dapat mempengaruhi keputusan pemegang saham. Oleh karena itu, jalan investasi yang menguntungkan baik dengan pendanaan ekuitas harus dipertimbangkan oleh manajemen. Penelitian Vidyantie dan Handayani (2006) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Perusahaan yang ingin meningkatkan nilai perusahaan cenderung menurunkan dividen. Jika nilai perusahaan meningkat, maka pembayaran dividen di masa depan akan meningkat.

Hasil penelitian terdahulu menjelaskan bahwa dividen dan *insider ownership* memiliki hubungan yang tidak monoton dalam mengurangi biaya keagenan, yaitu meningkatnya kepemilikan manajemen dalam suatu kondisi tertentu dapat

menurunkan atau meningkatkan dividen tergantung dari seberapa besar tingkat CEO (*chief executive officer*) mengontrol perusahaan (Schooley dan Barney, 1994). Hasil penelitian ini didukung oleh Vidyantie dan Handayani (2006) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen berpengaruh signifikan terhadap variabel kepemilikan manajemen. D'Sauza (1999) dengan menggunakan variabel set kesempatan investasi mencoba mencari hubungan dengan pembayaran dividen dan hasilnya tidak mempunyai hubungan yang signifikan.

Ketidakkonsistenan hasil penelitian di atas, memberikan ide bagi peneliti untuk menguatkan hasil penelitian Schooley dan Barney (1994) dan Vidyantie dan Handayani (2006) yang kemudian menggabungkan variabel set kesempatan investasi seperti penelitian D'Sauza (1999) yang memberikan pengaruh terhadap pengambilan keputusan manajemen.

## **2. Rumusan Masalah**

Permasalahan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

- a. Apakah set kesempatan investasi mempengaruhi pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015?
- b. Apakah kepemilikan manajemen memperkuat pengaruh set kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015?

## **3. Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh set kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen dan pengaruh set kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen dengan kepemilikan manajemen sebagai variabel moderasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015.

## **4. Manfaat Penelitian**

Manfaat yang diharapkan dari hasil penelitian ini yaitu penelitian dapat memberikan informasi yang efektif, sehingga dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan bagi calon investor dalam melakukan keputusan sebelum melakukan investasi. Selain itu juga dapat memberikan wawasan dan pengetahuan yang bermanfaat tentang pengurangan biaya keagenan yang harus ditanggung oleh pemegang saham dan manajemen.

## **B. Tinjauan Pustaka**

### **1. Set Kesempatan Investasi**

Nilai kesempatan investasi (*investment opportunity set*) merupakan nilai sekarang dari pilihan perusahaan untuk membuat investasi masa datang. Menurut Kole (dalam Simon, Kevin & Heibatollah, 2004), nilai IOS bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan oleh manajemen di masa yang akan datang yang pada saat ini merupakan investasi yang diharapkan menghasilkan *return* yang lebih besar dari biaya modal dan dapat menghasilkan keuntungan.

Set kesempatan investasi menggambarkan luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan belanja

perusahaan untuk kepentingan masa yang akan datang. *Investment Opportunity Set* merupakan karakteristik perusahaan yang sangat mempengaruhi dengan cara bagaimana perusahaan dipandang dari sisi manajer, pemegang saham, dan kreditor (Marion & Ferdinand, 2006).

## 2. Pembayaran Dividen

Pembayaran dividen merupakan penentuan berapa banyak laba yang diperoleh akan dibagikan pada pemegang saham sebagai dividen dan berapa banyak laba yang akan ditahan untuk reinvestasi (Taswan, 2003). Apabila perusahaan memilih akan membagi sebagian besar labanya sebagai dividen maka laba yang akan ditahan kecil. Dengan demikian, kemampuan pembentukan dana interen akan kecil. Hal ini dapat menghambat pertumbuhan dalam pendapatan dan harga saham. Sebaliknya, bila perusahaan memilih untuk menahan sebagian besar labanya, maka laba yang dibagikan sebagai dividen akan kecil.

Pembayaran dividen juga merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan. Seperti yang dikemukakan oleh Easterbook dalam Simon, Kevin & Heibatollah (2004), menunjukkan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan pembayaran dividen. Hal ini disebabkan *dividend payout ratio* (DPR) besar menyebabkan rasio laba ditahan kecil dan perusahaan menambah dana eksternal, seperti emisi saham baru. Penambahan dana menyebabkan kinerja manajer dimonitor oleh bursa, komisi sekuritas, dan penyedia dana baru. Pengawasan kinerja menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengurangi biaya keagenan.

## 3. Kepemilikan Manajemen

Kepemilikan manajemen yakni pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Demsey & Laber (dalam Marion & Ferdinand, 2006), menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* perusahaan yang berarti perusahaan cenderung membayar dividen tinggi jika manajer memiliki proporsi saham lebih rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal.

Kepemilikan manajemen adalah proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh dewan direksi dan komisaris (Masdupi, 2005). Variabel ini dilihat dari jumlah saham yang dimiliki oleh dewan manajerial dibagi jumlah saham yang beredar. Dengan adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan maka penambahan kekayaan melalui kepemilikan ini tergantung pada penciptaan nilai dalam perusahaan yang dikelolanya, karena itu manajer akan terdorong untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

## 4. Hipotesis Penelitian

### a. Set Kesempatan Investasi dan Pembayaran Dividen

Menurut *signalling hypotesa*, set kesempatan investasi berhubungan secara positif dengan pembayaran dividen. Sementara menurut *agency cost*, arah hubungan antara set kesempatan investasi dan dividen adalah negatif. Beberapa riset menunjukkan arah hubungan set kesempatan investasi dengan dividen adalah negatif (Simon, Kevin & Heibatollah, 2004 serta Marion & Ferdinand, 2006). *Free cash*

*flow* yang tinggi merupakan kondisi bahwa perusahaan mempunyai set kesempatan investasi rendah, untuk mengatasi hal tersebut maka manajemen akan dipaksa untuk membayarkan dividen lebih tinggi agar dana yang tersedia dalam *free cash flow* tidak disalahgunakan oleh manajemen. Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dibangun hipotesis pertama.

**Hipotesis 1: Set kesempatan investasi berpengaruh negatif pada pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015.**

**b. Set Kesempatan Investasi dan Pembayaran Dividen dengan Kepemilikan Manajemen sebagai Variabel Moderasi**

Peningkatan dividen akan menurunkan set kesempatan investasi yang telah direncanakan manajemen. Jika set kesempatan investasi menurun, maka akan menurunkan kompensasi yang akan diterima manajemen. Marion dan Ferdinand (2006) memberikan bukti bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi dan *share options* berhubungan dengan biaya keagenan yang rendah yang diukur dengan kinerja akuntansi yang lebih baik.

Taswan (2003) menyelidiki hubungan *insider ownership*, utang, dan pembayaran dividen terhadap nilai perusahaan. Dengan menggunakan *purposive sampling* ditemukan bahwa pembayaran dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Vidyantie dan Handayani (2006) meneliti pengaruh kebijakan pendanaan utang, kepemilikan institusional, risiko, ukuran perusahaan, dan volatilitas laba terhadap kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ditemukan bahwa variabel secara individual tidak memberikan pengaruh pada kepemilikan manajemen, tetapi variabel secara bersama-sama memberikan pengaruh pada kepemilikan manajerial secara simultan.

Berdasarkan uraian di atas dapat disimpulkan bahwa manajemen berusaha meningkatkan nilai perusahaan dengan melakukan investasi yang menguntungkan, sehingga keuntungan investasi tersebut dapat dinikmati oleh pemegang saham dalam bentuk dividen atau hak minoritas dan manajemen dalam bentuk kompensasi yang layak. Jika manajemen ingin membiayai investasi dengan modal sendiri, maka dividen yang diberikan untuk pemegang saham dan *debt to equity ratio*-nya harus rendah. Dengan demikian, manajemen akan mempunyai sisa aliran kas yang lebih besar yang digunakan untuk mendanai investasinya.

Adanya aliran kas bebas yang berlebihan akan mendorong manajemen tidak memanfaatkan kas seoptimal mungkin. Hal ini juga mendorong manajemen untuk melakukan investasi yang mempunyai *net present value* negatif karena risiko yang ditanggung manajemen kecil. Walaupun sebenarnya manajemen menyukai melakukan investasi dari laba ditahan dan bukan dari sumber-sumber eksternal karena akan memberikan tambahan biaya bagi manajemen. Tetapi jika manajemen tidak melakukan kebijakan tersebut, maka nilai perusahaan tidak dapat ditingkatkan.

Semakin tinggi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajer akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan dengan melakukan investasi yang

menguntungkan, sehingga dividen yang dibagikan pemegang saham kecil (Simon dan Kevin, 2004). Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dibangun hipotesis kedua.

**Hipotesis 2: Pengaruh negatif set kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen akan memperkuat untuk perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajemen tinggi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015.**

### C. Metode Penelitian

#### 1. Pemilihan Data

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2013 sampai 2015, kecuali perusahaan pada sektor keuangan. Populasi penelitian ini 266 perusahaan. Penentuan sampel penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria sampel penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2013-2015, kecuali perusahaan-perusahaan pada sektor keuangan; perusahaan memiliki persentase kepemilikan manajemen dan jumlah lembar saham yang beredar, perusahaan pada tahun 2013-2015 membayarkan dividen. Sampel penelitian ini 35 perusahaan.

#### 2. Operasionalisasi Variabel

##### a. Set Kesempatan Investasi

Set kesempatan investasi merupakan variabel independen dalam penelitian ini. Dalam penelitian ini menggunakan *market to book value of asset* (MVABVA) sebagai proksi dari Set Kesempatan Investasi. Menurut Kallapur & Trombley (dalam Simon, Kevin & Heibatollah, 2004), penggunaan proksi *market to book value of asset* (MVABVA) berdasar pada pemikiran bahwa ketika pasar modal merupakan pasar ekspektasi, maka prospek pertumbuhan perusahaan akan terefleksi pada harga saham. Pasar akan menilai perusahaan yang sedang bertumbuh lebih tinggi dari nilai bukunya, sehingga semakin tinggi nilai rasio pasar aktiva terhadap nilai asset, akan semakin tinggi pula nilai *Investment Opportunity Set* (Marion & Ferdinand, 2006). Rasio ini diharapkan dapat mencerminkan peluang investasi yang dimiliki perusahaan.

##### b. Pembayaran Dividen

Pembayaran dividen merupakan variabel dependen dalam penelitian ini. Nilai pembayaran dividen dapat dihitung dengan perbandingan antara dividen yang dibayarkan dengan laba bersih yang didapat dan biasanya disajikan dalam bentuk persentase (*dividend payout ratio*). Variabel *dividend payout ratio* diberi simbol DPR. Sedangkan variabel dependen untuk penggunaan utang diproksikan dengan oleh rasio utang (*debt ratio*) seperti yang dilakukan oleh Moh'd dkk (1998) dan Masdupi (2005). Rasio utang adalah perbandingan antara nilai buku utang jangka panjang dengan jumlah utang jangka panjang tahunan ditambah ekuitas pemegang saham tahunan.

### c. Kepemilikan Manajemen

Kepemilikan manajemen dalam penelitian ini merupakan variabel pemoderasi. Kepemilikan manajemen yang diproksikan dengan persentase kepemilikan manajemen. Masdupi (2005) menyarankan bahwa kepemilikan manajemen terdiri atas dewan direksi dan dewan komisaris.

### 3. Teknik Analisis Data

Teknik pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program SPSS 15. Pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi berganda. Untuk menguji hipotesis 1 dan hipotesis 2 dalam penelitian ini digunakan persamaan berikut:  $DPR = \alpha_0 + \alpha_1SKI + \alpha_2INSDR + \alpha_3SKI*INSDR + e_1$

## D. Hasil Penelitian dan Pembahasan

### 1. Statistik Deskriptif

Sebelum melakukan uji hipotesis maka akan dilihat terlebih dahulu statistik deskriptif setiap variabel yang diuji dalam penelitian ini. Statistik deskriptif variabel yang menjadi fokus penelitian ini yakni:

**Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel-Variabel yang Diteliti Selama Periode 2013-2015**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INSDR	105	.0000001	.2561979	.027842670	.0597573729
SKI	105	.3798768	11.3738593	1.897610724	1.9110161092
DPR	105	.0180796	.8000000	.333152459	.1678716430
Valid N (listwise)	105				

Nilai kepemilikan manajemen (INSDR) berkisar antara 0.0000001 sampai dengan 0.2561979 dengan rata-rata sebesar 0.0278427 pada standar deviasi 0.05975737. Variabel kepemilikan manajemen memiliki rata-rata 0.0278427, angka tersebut menunjukkan kepemilikan manajemen yang terdiri atas jumlah saham yang dimiliki manajer dan dewan komisaris dalam perusahaan 0.03 kali dari jumlah saham yang beredar.

Nilai set kesempatan investasi (SKI) berkisar antara 0.3798768 sampai dengan 11.3738593 dengan rata-rata sebesar 1.8976107 pada standar deviasi 1.91101611. Variabel set kesempatan investasi memiliki rata-rata 1.8976107, di mana angka tersebut menunjukkan bahwa pasar menilai perusahaan 1.9 kali daripada nilai buku aktiva.

Nilai pembayaran dividen (DPR) berkisar antara 0.0180796 sampai dengan 0.8000000 dengan rata-rata sebesar 0.3331525 pada standar deviasi 0.16787164. Variabel dividen memiliki rata-rata 0.3331525, angka tersebut menunjukkan rata-rata perusahaan membagikan *dividend per share* 0.33 kali dari *earning per share*-nya.

## 2. Hasil Pengujian Hipotesis

**Tabel 2. Pengujian Hipotesis Variabel-Variabel yang Diteliti Selama Periode 2013-2015**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.482	.285		-5.204	.000
	SKI	-.251	.504	-.751	-.498	.030
	INSDR	-3.194	.921	-.299	-3.469	.001
	SKI*INSDR	-6.563	4.419	-.591	-1.485	.081

Dalam penelitian ini variabel kepemilikan manajemen (INSDR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pembayaran dividen ( $0.001 < 0.10$ ). Arah hubungan negatif antara variabel kepemilikan manajemen (INSDR) dengan pembayaran dividen mengidentifikasikan adanya kecenderungan pembayaran dividen menjadi salah satu mekanisme untuk menurunkan masalah keagenan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Semakin besar kepemilikan manajemen, perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pengelola perusahaan semakin kecil dan dapat menghindari perilaku *opportunistik* manajer karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi yang dilakukan. Hal ini akan menurunkan masalah keagenan.

Hipotesis pertama menyatakan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh negatif pada pembayaran dividen. Hasil penelitian menunjukkan set kesempatan investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pembayaran dividen, yang dapat dilihat dari nilai koefisien variabel SKI yakni  $-0.251 < 0$ . Berdasar hasil ini, hipotesis pertama yang menyatakan set kesempatan investasi berpengaruh negatif pada pembayaran dividen **diterima**.

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa semakin rendah nilai set kesempatan investasi, maka semakin tinggi dividen yang dibayarkan perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Simon, Kevin & Heibatollah (2004) serta Marion & Ferdinand (2006) yang menunjukkan arah hubungan set kesempatan investasi dengan dividen adalah negatif. *Free cash flow* yang tinggi merupakan kondisi bahwa perusahaan mempunyai set kesempatan investasi rendah, untuk mengatasi hal tersebut maka manajemen akan dipaksa untuk membayarkan dividen lebih tinggi agar dana yang tersedia dalam *free cash flow* tidak disalahgunakan oleh manajemen.

Hipotesis kedua menyatakan bahwa pengaruh negatif set kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen akan memperkuat perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajemen tinggi. Hasil penelitian menunjukkan pengaruh negatif set kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen akan memperkuat perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajemen tinggi, yang dapat dilihat dari nilai koefisien variabel SKI\*INSDR  $< (SKI+INSDR)$  yakni  $-6.563 < -3.445$ , sehingga hipotesis kedua **diterima**.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa penerapan kepemilikan manajemen dalam perusahaan dapat memperkuat pengaruh set kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Simon dan Kevin (2004) yang menunjukkan pengaruh negatif set kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen akan memperkuat untuk perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajemen tinggi. Semakin tinggi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajer akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan dengan melakukan investasi yang menguntungkan, sehingga dividen yang dibagikan kepada pemegang saham kecil.

#### E. Kesimpulan dan Saran

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa hipotesis pertama menyatakan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin rendah nilai set kesempatan investasi, maka semakin tinggi dividen yang dibayarkan perusahaan. Hipotesis kedua menyatakan bahwa pengaruh negatif set kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen akan memperkuat untuk perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajemen tinggi. Hal ini mengindikasikan bahwa penerapan kepemilikan manajemen terbukti memperkuat pengaruh set kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen. Pengaruh set kesempatan investasi terhadap pembayaran dividen ini akan semakin kuat ketika kepemilikan manajemen dalam perusahaan semakin tinggi.

Keterbatasan dan saran berdasarkan analisis yang telah dilakukan yakni penelitian ini memiliki keterbatasan dalam jumlah sampel karena sebagian besar emiten tidak mengeluarkan dividen setiap tahunnya. Penelitian selanjutnya perlu menambah periode pengamatan untuk mendapatkan hasil yang lebih baik. Dalam penelitian ini hanya menggunakan satu variabel sebagai variabel moderasi yakni kepemilikan manajemen, untuk penelitian selanjutnya bisa menambahkan variabel moderasi lain, seperti kepemilikan institusional yang dapat mempengaruhi hubungan antara variabel set kesempatan investasi dan pembayaran dividen.

#### Daftar Pustaka

- Chung, K., and Charoenwong. 1991. Investment Options, Asset in Place and The Risk of Stocks, *Financial Management* 20, 21-33.
- D'Sauza. 1999. Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policies - An International Perspective. *Managerial Finance* Vol. 25 No. 6.
- Easterbrook, F.H. 1984. Two Agency Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review* 74, 650-659.

- Gul F.A. 1999. Government Share Ownership, Investment Opportunity Set and Corporate Policy Choices in China. *Pacific Basic Finance Journal*.
- Jensen, M.C., and Meckling, W. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3.
- Kallapur, S., and Trombley, M.A. 1999. The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business & Accounting* 26 (3) & (4).
- Marion, H., and Ferdinand, A.G. 2006. The Effects of Executive Share Options and Investment Opportunities on Firm' Accounting Performance: Some Australian Evidence. *British Accounting Review* 38, 277-297.
- Masdupi, E. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 20, 57-69.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., and Rimbey, J.N. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review* 33, 85-98.
- Myers, S. 1977. Determinant of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics* 5.
- Schooley, D.K., and Barney, L.D. 1994. Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs. *Journal of Financial Research* Vol. 17 No. 3, 363-373.
- Simon, H., Kevin, L., Heibatollah, S. 2004. The Investment Opportunity Set, Director Ownership, and Corporate Policies: Evidence From an Emergin Market. *Journal of Corporate Finance* 10, 383.
- Smith, C.W., and Watts, R.L. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend Compensation Policies. *Journal of Financial Economics* 32 (3), 263-292.
- Taswan. 2003. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan serta Factor-Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* Vol. 10 No. 2, 162-181.

Vidyantie, D.N., and Handayani, R. 2006. The Analysis of The Effect of Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Investor, Business Risk, Firm Size and Earnings Volatility to Managerial Ownership based on Agency Theory Perspective. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol. 8 No. 2, 19-33.

### Lampiran Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INSDR	105	.0000001	.2561979	.027842670	.0597573729
SKI	105	.3798768	11.3738593	1.897610724	1.9110161092
DPR	105	.0180796	.8000000	.333152459	.1678716430
Valid N (listwise)	105				

### Hasil Uji Autokorelasi

#### Model Summary<sup>b</sup>

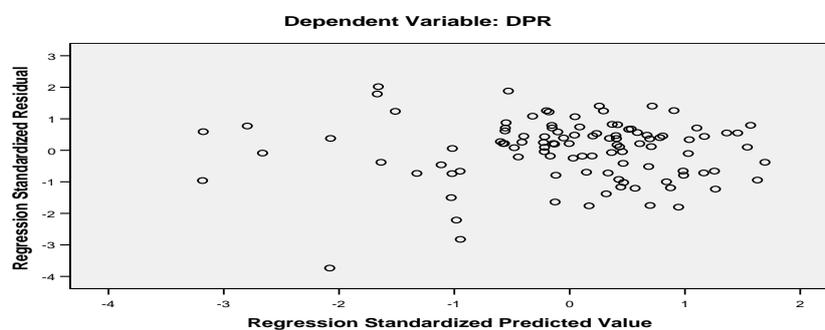
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.627 <sup>a</sup>	.393	.350	.51441074	1.619

a. Predictors: (Constant), SKI, SKI\*INSDR, INSDR

b. Dependent Variable: DPR

### Hasil Uji Heteroskedastisitas

#### Scatterplot



### Hasil Uji Multikolinieritas

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	SKI	.813	1.230
	INSDR	.845	1.183

a. Dependent Variable: DPR