

ANALISIS PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITY DAN CORPORATE FINANCE TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN SEKTOR ENERGI YANG TERDAFTAR DI BEI PADA 2018-2021

**Zul Afif Nur Fathony; Imronudin
Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Muhammadiyah Surakarta**

Abstrak

Penelitian ini menguji pengaruh investment opportunity dan corporate finance terhadap kebijakan dividen dengan sampel sejumlah 23 sampel yang diperoleh dengan metode purposive sampling pada perusahaan energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2021 yang juga dikontrol dengan beberapa variabel lain. Analisis data menggunakan metode regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan pengaruh investment opportunity secara signifikan negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan, sementara corporate finance yang diestimasi menggunakan proksi leverage dan external finance disimpulkan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Profitabilitas perusahaan dinyatakan signifikan positif sehingga penentuan investment opportunity atas kebijakan dividen perusahaan harus memperhatikan profitabilitas. Sementara itu nilai kapitalisasi pasar serta dua variabel makroekonomi yang digunakan yaitu inflasi dan PDB per kapita Indonesia tidak memiliki signifikansi sehingga penentuan investment opportunity terhadap kebijakan dividen perusahaan, dapat mengabaikan variabel-variabel tersebut.

Kata Kunci: kesempatan investasi; keuangan perusahaan; kebijakan dividen.

Abstract

This study aims to examine the influence of investment opportunity and corporate finance to dividend policy of the energy firms listed on Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2018-2021 which also controlled by other variables with a total 23 firms' samples obtained by purposive sampling method. The data analysis using data panel regression method. The results showing significantly negative relationship between investment opportunity and firm's dividend policy, while corporate finance measured using leverage and external finance proxies are considered insignificant to firm's dividend policy. Firm's profitability has significantly positive effect that the investment opportunity decision to firm's dividend policy need to be determined. Meanwhile market capitalization as well as the two macroeconomic measurements used, namely Indonesia's inflation and GDP per capita have insignificantly effects so that investment opportunity decision position towards firm's dividend policy could be ignored.

Keywords: investment opportunity set; corporate finance; dividend policy.

1. PENDAHULUAN

Kebijakan dividen ialah keputusan atas pembagian dividen kepada pemilik saham atas penghasilan yang didapatkan perusahaan dimana pada dasarnya hal ini akan memutuskan apakah penghasilan perusahaan disisihkan untuk didistribusikan sebagai dividen atau ditahan sebagai *retained earnings* yang berguna untuk modal tambahan operasional perusahaan. Perusahaan dengan perolehan keuntungan serta proporsi ekuitas yang makin besar memiliki kecenderungan melakukan pembayaran dividen, sementara terdapat beragam pengaruh peluang pertumbuhan terhadap kemungkinan pembayaran dividen (Denis & Osobov, 2008). Sumber pembiayaan perusahaan memiliki konsekuensi penting terhadap perusahaan dan dapat mempengaruhi nilai perusahaan sebab akan berimbas terhadap pemegang saham. Namun teori ketidakrelevanan dividen Miller & Modigliani (1961) menjelaskan bahwa rasio pembayaran dividen tidak berpengaruh pada kesejahteraan pemegang saham atas keputusan investasi perusahaan meskipun hal tersebut juga memiliki sebuah masalah dimana pengaruh pembayaran dividen atas kesejahteraan pemegang saham dinetralkan oleh pendanaan lainnya sehingga tidak terdapat perbedaan yang dilihat oleh pemegang saham dalam menerima dividen maupun membiarkan laba ditahan. Sementara itu, dalam argumentasi kerelevanan dividen menyatakan bahwa relevansi dividen hanya dalam kondisi ketidakpastian. Baik menerima *return* sebagai penghasilan maupun apresiasi harga saham, dapat dikatakan bahwa para investor bersikap tidak acuh.

Keputusan dalam penentuan pembayaran dividen perusahaan berpengaruh pada pandangan umum pasar maupun harga saham emiten dalam pasar. Pembayaran dividen yang dilakukan secara teratur oleh sebuah emiten dapat dilihat secara negatif oleh pasar apabila kedepannya emiten memutuskan tidak membayarkan dividen atau hanya membayarkannya dalam jumlah yang kecil, berbanding terbalik dengan meningkatnya harga saham atas pembayaran dividen oleh emiten yang sebelumnya tidak pernah membayarkan dividen (Brigham & Houston 1998).

Investment opportunity set (IOS) merupakan istilah yang diperkenalkan Myers (1977) merujuk pada sejauh mana cakupan nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran diskresioner di masa depan oleh perusahaan. Pada umumnya, *investment opportunity set* perusahaan akan bergantung pada aspek spesifik semacam modal fisik dan manusia yang ada, serta aspek spesifik industri dan makroekonomi. IOS dapat

dilihat sebagai peluang pertumbuhan perusahaan, sebab IOS perusahaan meliputi proyek yang menguatkan pertumbuhan perusahaan. Oleh karena itu *investment opportunity set* merepresentasikan peluang pertumbuhan dari sebuah perusahaan. Hal tersebut bergantung pada aspek spesifik perusahaan serta aspek makroekonomi. IOS tidak dapat diobservasi dan hanya dapat diperkirakan menggunakan variabel proksi. Variabel proksi yang digunakan dalam literatur akuntansi dan keuangan untuk menangkap gagasan mengenai *investment opportunity set* dapat diklasifikasikan secara general kedalam tiga jenis: proksi berbasis harga, proksi berbasis investasi, dan ukuran varians (Riahi-Belkaoui, 2000:6-13). Lebih lanjut pada penelitian ini akan digunakan proksi Tobin's q untuk mengukur IOS.

Jones & Sharma (2001) dalam penelitiannya mendapatkan hasil yang selaras dengan penelitian Gaver & Gaver (1993) dimana *investment opportunity set* memiliki keterkaitan dengan kebijakan dividen dimana perusahaan dengan pertumbuhan yang besar diperkirakan dapat mengejar keputusan pembayaran dividen yang kecil sehubungan dengan investasi dan dividen yang terhubung melalui *cash flow* perusahaan. Temuan serupa juga didapatkan oleh Abor & Bokpin (2010), menyimpulkan IOS sebagai determinan utama *dividend payout policy* suatu perusahaan serta perusahaan dengan potensi investasi yang besar akan disertai *dividend payout policy* yang rendah guna mempertahankan pendanaan untuk membiayai investasi mereka. *Investment opportunity set* diperkirakan memiliki hubungan negatif terhadap *dividend policy*.

Salah satu tujuan dari teori *corporate finance* adalah untuk membantu memprediksi persoalan-persoalan sekuritas dan kebijakan pembayaran pada bermacam tahap dari siklus hidup perusahaan. Terdapat banyak kebijaksanaan yang bersangkutan dalam menentukan hak arus kas sekuritas, hak kontrol, dan hak lain (jaminan, opsi) dan kontijensi dimana hak-hak ini dipicu dan dilaksanakan (Tirole, 2006:75). Dikutip dari Damodaran (2011:4), *corporate finance* dibangun dalam tiga prinsip yaitu, prinsip investasi, prinsip keuangan, dan prinsip dividen. Pada penelitian ini digunakan dua proksi perhitungan *corporate finance* yaitu *leverage* dan *external finance*.

Leverage disebut memainkan peran esensial dalam memangkas biaya agensi yang muncul melalui konflik manajer pemilik saham serta dipercayai memainkan peran vital dalam memonitoring manajer (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Stulz, 1988). Farinha (2003) bertanggapan bahwa utang mungkin berpengaruh atas *dividend*

policy disebabkan oleh perjanjian utang serta pembatasan yang kemungkinan dibebankan oleh pemegang utang. Dengan demikian, maka diperkirakan *leverage* memiliki hubungan negatif terhadap *dividend policy*.

External financing secara harfiah merupakan metode pembiayaan perusahaan yang didapatkan dari eksternal atau luar perusahaan. Utang sebagai salah satu pembiayaan eksternal merupakan sumber paling penting dari pembiayaan eksternal. Pemegang utang dan utang korporasi lainnya dijanjikan pembayaran bunga dan pengembalian prinsip. Jika perusahaan tidak dapat melakukan pembayaran tersebut, investor utang dapat menuntut pembayaran atau memaksakan pailit. Perusahaan dengan dividen rendah dan diidentifikasi terkendala juga berhadapan dengan tingkat pembiayaan eksternal yang tinggi Hennessy & Whited (2007). Hasil ini diperkuat dengan penelitian He et al. (2016) yang beranggapan bahwa perusahaan yang mengalami keterbatasan kapasitas pembiayaan justru membayarkan dividen lebih besar meski pembiayaan eksternalnya terbatas. Sementara itu Abor & Bokpin (2010) tidak menemukan pengaruh signifikan *external finance* terhadap pembayaran dividen perusahaan. Oleh karena uraian diatas maka *external finance* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Variabel kontrol digunakan pada penelitian ini guna mengontrol variabel terikat tidak terpengaruh oleh aspek lain yang tidak digunakan pada penelitian. Penggunaan variabel kontrol dalam penelitian diantaranya profitabilitas, *risk*, *market capitalization*, tingkat inflasi, dan PDB per kapita. Profitabilitas adalah kelompok rasio yang menampilkan gabungan pengaruh likuiditas, manajemen aset, serta utang dalam hasil operasional (Brigham & Houston, 2009:112). Dalam Abor & Bokpin (2010), bahwa profitabilitas disebut sebagai indikator utama kapasitas perusahaan untuk mengumumkan dan membayar dividen, sehingga profitabilitas berdampak positif terhadap *dividend payout*. Sejalan dengan hasil tersebut, Purwanto & Elen (2017), Dewasiri et al. (2019), Franc-Dąbrowska et al. (2019), serta Le et al. (2019) juga menyatakan profitabilitas memiliki dampak positif atas pembayaran dividen. Atas dasar tersebut maka seharusnya profitabilitas berdampak positif terhadap *dividend policy*.

Risiko dalam konteks pasar keuangan merupakan kesempatan daripada investasi akan memberikan pengembalian yang rendah atau negatif (Brigham & Houston, 2009:175). Grullon et al. (2002) mengindikasikan bahwa peningkatan dividen

berhubungan dengan penurunan risiko pasar setelahnya dan reaksi awal pasar terhadap peningkatan dividen secara kuat berhubungan dengan berkurangnya risiko pasar. Sementara Farinha (2003) menyatakan biaya operasional tetap yang tinggi atau risiko bisnis akan berdampak pada pembayaran dividen perusahaan, seluruhnya konstan, sejauh ini akan meningkatkan frekuensi tambahan pembiayaan eksternal yang mahal. Dengan demikian dapat diperkirakan bahwa risiko berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Market capitalization merupakan terbitan nilai pasar terhadap saham suatu emiten (Raharjo, 2006:41). Ukuran pasar akan digunakan sebagai proksi sebagai akses pasar modal. Pembayaran dividen mampu dilakukan oleh perusahaan yang memiliki akses yang lebih baik terhadap pasar modal (Aivazian et al., 2003). Lebih lanjut dalam Abor & Bokpin (2010) kapitalisasi pasar memiliki pengaruh negatif terhadap pembayaran dividen.

Dua variabel makroekonomi yaitu inflasi dan PDB per kapita digunakan pula guna mengontrol variabel dependen. Inflasi didefinisikan sebagai jumlah dimana harga meningkat dari waktu ke waktu (Brigham & Houston, 2009:175). PDB per kapita menurut IMF merupakan total nilai tambah kotor seluruh produsen ditambah dengan pajak produk (dikurangi subsidi) yang tidak termasuk pada penilaian output, dibagi dengan jumlah penduduk pertengahan tahun. Akan tetapi penelitian Abor & Bokpin (2010) mengatakan bahwa kedua variabel makroekonomi ini tidak mempengaruhi kebijakan dividen, berbeda dengan Basse & Reddemann (2011) yang menyatakan bahwa inflasi berkontribusi terhadap pertumbuhan dividen serta Yaseen & Dragotă (2021) yang menyatakan PDB per kapita dapat menjadi variabel penjelas dalam memprediksi *dividend policy*. Berdasarkan uraian tersebut maka baik inflasi maupun PDB per kapita diperkirakan akan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini dilakukan guna menguji apakah *investment opportunity set* dan *corporate finance* berpengaruh pada *dividend payout* yang kemudian akan dikontrol menggunakan variabel profitabilitas, risiko, kapitalisasi pasar, tingkat inflasi, serta PDB per kapita.

2. METODE

Penelitian kuantitatif akan digunakan pada penelitian ini. Populasi pada penelitian ini yaitu perusahaan sektor energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode

2018-2021. Sedangkan sampel akan diambil menggunakan teknik *purposive sampling* dengan menggunakan pertimbangan kriteria yang telah disusun, diantaranya: (1) Perusahaan sektor energi yang telah dan masih tercatat (*listed*) di Bursa Efek Indonesia dalam rentang waktu 1 Januari 2018 – 31 Desember 2021; (2) Perusahaan sektor energi yang tidak dalam masa suspensi lebih dari dua tahun dalam rentang tahun 2018-2021; (3) Perusahaan sektor energi yang membagikan dividen tunai setidaknya sekali dalam rentang tahun 2018-2021; (4) Terdapat data yang akan digunakan guna melakukan penelitian. Pengumpulan data dilakukan dengan mencuplik data sekunder perusahaan-perusahaan sektor energi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2018-2021 dengan memperhatikan kriteria *sampling*.

Kebijakan pembayaran dividen diidentifikasi sebagai variabel dependen. Pengukuran pembayaran dividen dilakukan dengan menggunakan rasio pembayaran dividen. Rasio pembayaran diidentifikasi sebagai rasio dari total dividen yang dibayarkan terhadap laba bersih. Kesempatan investasi menjadi variabel independen yang merepresentasikan prospek pertumbuhan atau peluang pertumbuhan dari sebuah perusahaan (Myers, 1977). Tobin's q akan digunakan untuk melakukan pengukuran *investment opportunity set* serupa dengan penelitian Abor & Bokpin (2010). Pengukuran dengan menggunakan market value yang diperoleh dari jumlah saham beredar dikali harga saham di akhir tahun kemudian ditambahkan dengan nilai saham preferen dan nilai utang yang diperoleh dari kewajiban lancar dikurangi aktiva lancar ditambah utang jangka panjang dibagi dengan total aktiva.

Corporate finance merupakan variabel independen yang bertujuan untuk membantu memprediksi atau memberitahu pada persoalan-persoalan sekuritas dan kebijakan pembayaran pada bermacam tahap dari siklus hidup perusahaan (Tirole, 2006:75). Beberapa aspek pengukuran *corporate finance* yang akan digunakan antara lain rasio *financial leverage* dan *external finance*. *Leverage ratio* merupakan rasio yang digunakan guna mengkalkulasi sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang (Kasmir, 2016:112). Rasio *leverage* diukur dengan membagi jumlah utang terhadap ekuitas atau dikenal dengan *debt to equity ratio* (DER). *External finance* merupakan salah satu skema pembiayaan perusahaan yang diperoleh dari sumber eksternal perusahaan. Pengukuran dilakukan dengan menggunakan $\Delta XFIN$ yaitu perhitungan jumlah bersih *external financing* yang dihasilkan dari transaksi ekuitas dan utang (Bradshaw et al., 2006).

Profitabilitas, merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan (Kasmir, 2016:112). Salah satu pengukuran rasio profitabilitas menggunakan pengukuran *return on assets* (ROA). *Risk* atau risiko merujuk kepada kesempatan bahwa beberapa hal yang tidak diinginkan akan terjadi (Brigham & Houston, 1998:262). Risiko didefinisikan menggunakan O-Score, yang merupakan pengukuran probabilitas default. Dalam penelitian ini mengontrol ukuran pasar. Ukuran pasar didefinisikan sebagai kapitalisasi pasar dibagi dengan PDB. Ukuran pasar digunakan sebagai proksi untuk akses pasar modal. Kapitalisasi pasar atau *market capitalization* adalah nilai pasar dari saham yang diterbitkan suatu emiten (Raharjo, 2006:41). Kapitalisasi pasar dirumuskan sebagai total saham yang beredar dikali dengan harga saham. Inflasi berdasarkan Bank Indonesia diartikan sebagai kenaikan harga dan jasa secara umum dan terus menerus dalam jangka waktu tertentu. Perhitungan inflasi dilakukan oleh Badan Pusat Statistik.

PDB per kapita menurut IMF adalah jumlah nilai tambah bruto dari semua produsen dalam perekonomian ditambah pajak produk (dikurangi subsidi) yang tidak termasuk dalam penilaian output, dibagi dengan jumlah penduduk pertengahan tahun. Penelitian mengestimasi model analisis regresi data panel. Sebelumnya akan dilakukan uji pemilihan model regresi. Setelah terpilih model terbaik maka akan dilanjutkan dengan uji asumsi klasik untuk memenuhi persyaratan statistik pada analisis regresi menggunakan uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Melalui tahapan-tahapan yang seluruhnya diestimasi melalui *Excel* dan *Eviews 12* tersebut maka ditentukan model empiris sebagai berikut:

DPR merupakan variabel dependen yakni *Dividend Payout Ratio*, sementara α sebagai konstanta, dengan $\beta_1 - \beta_8$ sebagai koefisien variabel. Kemudian secara berturut-turut INV, DER, EXT, ROA, RISK, MAR, INF, dan GDPCAP dinyatakan sebagai *investment opportunity set*, *leverage*, *external finance*, probabilitas, risiko, *market capitalization*, inflasi, dan PDB per kapita. Dengan μ sebagai *term of error*, i sebagai perusahaan, serta t sebagai waktu.

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1 Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Dividend Payout Ratio

Nilai koefisien variabel INV sebesar -2532363232.81722, nilai t-statistic sebesar -2.334883, dan nilai probabilitas sebesar 0.0260, sehingga dapat disimpulkan bahwa

variabel INV berpengaruh signifikan secara negatif terhadap DPR perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI pada tahun 2018-2021.

Investment Opportunity Set merepresentasikan prospek pertumbuhan atau peluang pertumbuhan dari sebuah perusahaan karena terdiri atas proyek yang memungkinkan perusahaan untuk tumbuh. Perusahaan akan cenderung melakukan investasi melalui proyek-proyek yang akan meningkatkan nilai perusahaan pada masa mendatang. Oleh sebab itu dapat dinyatakan perusahaan akan memiliki kecenderungan menahan laba yang didapat guna melakukan investasi yang menghasilkan nilai pertumbuhan yang tinggi, sehingga perusahaan berprospek pertumbuhan tinggi akan condong pada kebijakan dividen yang rendah. Gaver & Gaver (1993) berpendapat bahwa rendahnya kebijakan pembayaran dividen cenderung dilakukan perusahaan dengan tingkat IOS yang tinggi terkait dengan investasi dan dividen yang mewakili persaingan, kemampuan penggunaan kas perusahaan, mengasumsikan bahwa pengaturan kontrak merangsang perseroan tanpa prospek investasi yang menguntungkan guna membayar dividen yang lebih tinggi, daripada melakukan proyek NPV yang minus. Abor & Bokpin (2010) menyampaikan bahwa dengan membayarkan dividen yang rendah berarti perusahaan dapat menahan pendanaan yang memadai guna mendanai investasi serta pertumbuhan mereka di masa mendatang. Implikasi pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen dapat dinyatakan bahwa semakin tinggi investasi yang dilakukan perusahaan maka akan semakin rendah tingkat pembayaran dividen yang dilakukan, karena dengan penggunaan kas perusahaan atas investasi perusahaan akan menekan tingkat pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan.

Hasil tersebut selaras dengan penelitian Gaver & Gaver (1993), Jones & Sharma (2001), dan Abor & Bokpin (2010) yang berpendapat bahwa *investment opportunity set* secara negatif berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

3.2 Pengaruh Leverage terhadap Dividend Payout Ratio

Nilai koefisien variabel DER sebesar 0.140743, nilai *t-statistic* sebesar 0.133305, dan nilai probabilitas sebesar 0.2990, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel DER secara positif tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI pada tahun 2018-2021.

Meskipun Le et al. (2019) berhasil menemukan signifikansi antara *leverage* dan *dividend payout* dalam studinya namun demikian dapat ditemukan signifikansi hanya pada perusahaan Thailand sedangkan perusahaan-perusahaan Indonesia dan Malaysia

menunjukkan tidak adanya signifikansi diantara kedua variabel. Keterkaitan secara positif antara *leverage* dan *dividend payout* didukung dengan *signaling theory* yang menjelaskan cara investor menerima sinyal dari perusahaan terkait dengan informasi asimetrik yang menyoroti permasalahan atau konflik yang kemungkinan muncul dikarenakan informasi asimetri di pasar (Al-Najjar, 2009). Berdasarkan penelitian Putri & Nasir (2006), *leverage* dikatakan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dimana setelah krisis perusahaan memerlukan tambahan dana dalam waktu singkat untuk kegiatan bisnisnya. Penelitian ini mengimplikasikan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, hal tersebut terjadi karena perusahaan kemungkinan bisa menarik minat investor dalam menanamkan modal ke perusahaan dengan membayarkan dividen lebih besar meskipun terdapat utang yang harus dibayarkan, sehingga nantinya proporsi modal yang makin bertambah diharapkan dapat menutup proporsi utang yang ada. Hal tersebut tentunya akan disesuaikan dengan kondisi kas perusahaan, apabila *leverage* perusahaan masih dapat tertutupi dengan modal yang ada maka perusahaan akan membayarkan dengan modal tersebut tanpa membayarkan dividen atau membayarkan dividen dengan porsi yang telah disesuaikan.

Dengan demikian hasil tersebut selaras dengan penelitian Abor & Bokpin (2010) dimana *leverage* positif dengan tidak signifikan terhadap *dividend payout*. Akan tetapi hasil yang diperoleh tidak serupa dengan Al-Najjar (2009) yang menemukan signifikansi secara negatif, serta Le et al. (2019) dengan hasil perhitungan di Thailand yang menunjukkan signifikansi, meskipun terdapat pula hasil yang tidak menunjukkan signifikansi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia dan Malaysia.

3.3 Pengaruh External Finance terhadap Dividend Payout Ratio

Nilai koefisien variabel EXT sebesar -1068831.09355421, nilai *t-statistic* sebesar -0.796551, dan nilai probabilitas sebesar 0.4316, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel EXT secara negatif tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI pada tahun 2018-2021.

Penggunaan *external finance* pada umumnya memiliki pengaruh sebagaimana yang diindikasikan oleh beberapa teori salah satunya teori hipotesis peking dimana *external finance* yang rendah biasanya diikuti dengan dividen kas yang rendah pula, akan tetapi memburuknya kapasitas *external finance* perusahaan cenderung memutar pengaruh tersebut dan mendorong pembayaran dividen kas yang merupakan dividen strategis

bertujuan untuk meningkatkan kapasitas *external finance* (He et al., 2016). Lebih lanjut penelitian tersebut menemukan bahwa perusahaan dengan akses yang terbatas terhadap *external finance*, yang merupakan perusahaan dengan keterbatasan finansial, bahkan lebih termotivasi oleh regulasi baru untuk membayarkan dividen kas. Hennessy & Whited (2007) menyatakan bahwa perusahaan dengan dividen yang rendah serta teridentifikasi memiliki keterbatasan menurut indeks Clearly dan Whited-Wu berperilaku seperti menghadapi biaya pendanaan eksternal yang tinggi. Berdasarkan hasil penelitian ini, keputusan pendanaan eksternal pada perusahaan dapat dilakukan terpisah dengan keputusan dividen mengingat perusahaan dapat memutuskan apakah pendanaan eksternal tersebut akan digunakan sebagai modal dalam operasional perusahaan maupun digunakan sebagai alternatif dalam melakukan pembayaran dividen apabila pendanaan internal perusahaan tidak mampu digunakan untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham dengan harapan akan menarik lebih banyak investor tertarik dalam melakukan investasi pada perusahaan.

Dengan demikian hasil tersebut selaras dengan penelitian Abor & Bokpin (2010) yang tidak menemukan signifikansi *external finance* terhadap *dividend payout ratio* akan tetapi kontras dengan temuan Hennessy & Whited (2007) serta He et al. (2016) secara signifikansi. Namun demikian secara arah, hasil penelitian menunjukkan pengaruh negatif diantara kedua variabel, sejalan dengan Hennessy & Whited (2007) serta He et al. (2016) dan berbeda dengan Abor & Bokpin (2010) yang menunjukkan arah pengaruh positif diantara kedua variabel.

3.4 Pengaruh Profitabilitas terhadap Dividend Payout Ratio

Nilai koefisien variabel ROA sebesar 1.593340, nilai *t-statistic* sebesar 2.638279, dan nilai probabilitas sebesar 0.0128, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel ROA berpengaruh signifikan secara positif terhadap DPR perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI pada tahun 2018-2021.

Pruitt & Gitman (1991) menyimpulkan bahwa profitabilitas merupakan salah satu determinan utama yang mempengaruhi *dividend payout*. Semakin besar dan semakin ungunya sebuah perusahaan yang disertai dengan proporsi ekuitas yang didapat lebih besar memiliki kecenderungan untuk membayar dividen (Denis & Osobov, 2008). Teori *signaling* berpendapat bahwa dividen berguna dalam mengkomunikasikan keuntungan perusahaan pada investor diluar perusahaan sebab mereka memiliki informasi yang

asimetris. Mayoritas penelitian yang telah dilakukan sebelumnya menyimpulkan bahwa profitabilitas memiliki signifikansi yang positif terhadap *dividend payout* bahkan menyebutkannya sebagai determinan utama. Hal ini mengimplikasikan bahwa makin tingginya profitabilitas perusahaan dapat menjadikan proporsi keuangan perusahaan menjadi semakin sehat sehingga distribusi investasi dan dividen perusahaan akan semakin baik. Apabila perusahaan menghendaki investasi yang tinggi maka harus memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi sehingga kepentingan pemegang saham tidak serta-merta diabaikan dengan melakukan pembayaran dividen meskipun dengan proporsi yang lebih rendah daripada pendanaan investasi perusahaan.

Dengan demikian hasil tersebut selaras dengan penelitian Pruitt & Gitman (1991), Denis & Osobov (2008), Abor & Bokpin (2010), Purwanto & Elen (2017), Dewasiri et al. (2019), Franc-Dąbrowska et al. (2019), serta Le et al. (2019) yang menyatakan profitabilitas secara positif berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, maka profitabilitas sebagai variabel kontrol harus dijadikan pertimbangan dalam menentukan pengaruh keputusan investasi atas kebijakan dividen perusahaan.

3.5 Pengaruh Risiko terhadap Dividend Payout Ratio

Nilai koefisien variabel RISK sebesar -0.083491, nilai *t-statistic* sebesar -2.505718, dan nilai probabilitas sebesar 0.0175, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel RISK secara negatif tidak berpengaruh terhadap DPR perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI pada tahun 2018-2021.

Model *dividend signaling* menunjukkan bahwa mempertahankan dividen selama periode penurunan pendapatan memerlukan biaya karena ekuitas yang dibayarkan sebagai dividen harus digantikan sehingga pembayaran dividen harus berbanding terbalik dengan risiko bisnis (Aivazian et al., 2003). Perusahaan dengan keuntungan yang stabil dapat berkomitmen untuk membayarkan porsi pendapatan yang lebih besar sebagai dividen dengan risiko pemotongan dividen yang lebih rendah kedepannya (Chang & Rhee, 1990). Penelitian Grullon et al. (2002) mengindikasikan bahwa peningkatan dividen berpengaruh dengan penurunan risiko pasar setelahnya dan reaksi awal pasar terhadap peningkatan dividen secara kuat berpengaruh dengan berkurangnya risiko pasar. Booth & Zhou (2015) menyatakan perusahaan dengan kekuatan pasar yang lebih besar cenderung melakukan pembayaran dividen dengan harapan dapat memiliki performa operasional yang lebih baik dan lebih stabil kedepannya, menyiratkan risiko yang lebih rendah di masa mendatang.

Sementara itu Abor & Bokpin (2010) menyimpulkan dimana hasil pengaruh risiko terhadap *dividend payout ratio* yang bertolak belakang dengan kajian sebelumnya yaitu tidak signifikan dan menunjukkan arah yang positif mungkin menunjukkan bahwa hasil tersebut dapat terjadi pada negara dengan pasar berkembang. Penelitian ini tidak menemukan signifikansi yang ditimbulkan oleh risiko terhadap kebijakan dividen perusahaan dengan implikasi bahwa berdasarkan penelitian Abor & Bokpin (2010) risiko yang tidak mempengaruhi kebijakan dividen mungkin dapat terjadi di pasar berkembang. Hal tersebut berkaitan dengan kondisi pasar yang berkembang layaknya di Indonesia, sebesar apapun risiko perusahaan dapat dikatakan perusahaan akan dapat tetap mencatatkan pertumbuhan meskipun dalam tingkat yang rendah serta tingkat investasi yang akan terus meningkat sehingga keputusan dividen pun akan bisa diambil secara bervariasi.

Dengan demikian hasil tersebut selaras dengan penelitian Abor & Bokpin (2010) yang berpendapat bahwa risiko dengan menunjukkan arah yang positif namun tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*, maka risiko sebagai variabel kontrol dapat diabaikan dalam menentukan pengaruh keputusan investasi atas kebijakan dividen perusahaan.

3.6 Pengaruh Market Capitalization terhadap Dividend Payout Ratio

Nilai koefisien variabel MAR sebesar -0.003493, nilai *t-statistic* sebesar -0.108399, dan nilai probabilitas sebesar 0.9144, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel MAR secara negatif tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI pada tahun 2018-2021.

Smith & Watts, (1992) menemukan koefisien ukuran perusahaan juga positif dalam regresi dengan keseluruhan regresi signifikan. Ukuran perusahaan oleh Aivazian et al. (2003) digunakan sebagai proksi untuk akses pasar finansial, dimana perusahaan yang lebih besar akan cenderung membayarkan dividen lebih tinggi apabila memiliki akses yang tinggi terhadap pasar, sehingga diharapkan terdapat pengaruh positif terhadap ukuran perusahaan dan pembayaran dividen. Sementara Farinha (2003) juga menggunakan ukuran perusahaan sebagai log kapitalisasi pasar, dimana ukuran perusahaan dapat menjadi aspek penting bukan sekadar proksi bagi *agency costs* (yang diharapkan lebih tinggi pada perusahaan yang lebih besar) namun juga karena biaya transaksi terkait dengan penerbitan sekuritas juga (secara negatif) berpengaruh dengan ukuran perusahaan. Implikasi penelitian

ini bahwa tidak berpengaruhnya kapitalisasi pasar terhadap kebijakan dividen terkait dengan akses perusahaan terhadap pasar modal yang besar akan membuat perusahaan mudah mendapatkan pendanaan, sehingga perusahaan bisa memutuskan pembayaran dividen secara terpisah.

Dengan demikian hasil tersebut selaras dengan Aivazian et al. (2003), yang mana koefisien ukuran perusahaan sebagai proksi *market capitalization* mendapati arah positif yang tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* meskipun didapati bahwa hasil tersebut tidak menunjukkan tanda yang konsisten, dimana koefisien tersebut mungkin signifikan di satu negara namun tidak signifikan di negara lain, maka kapitalisasi pasar sebagai variabel kontrol dapat diabaikan dalam menentukan pengaruh keputusan investasi atas kebijakan dividen perusahaan.

3.7 Pengaruh Inflasi terhadap Dividend Payout Ratio

Nilai koefisien variabel INF sebesar -0.128870, nilai *t-statistic* sebesar -1.648693, dan nilai probabilitas sebesar 0.1090, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel INF secara negatif tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI pada tahun 2018-2021.

Basse & Reddemann (2011) menyatakan mengabaikan pengaruh inflasi terhadap dividen diantaranya menjadi salah satu alasan untuk teori pengujian temuan empiris campuran penentuan dividen. Penelitian tersebut juga menetapkan adanya pengaruh positif antara inflasi dan *dividend payout*, perusahaan lebih meningkatkan pembayaran dividen dalam lingkungan inflasi. Sementara itu, Abor & Bokpin (2010) gagal mencatatkan hasil yang signifikan diantara inflasi dan *dividend payout*, hal ini dikatakan bahwa inflasi mungkin tidak mempengaruhi keputusan dividen perusahaan di negara-negara dengan pasar berkembang. Inflasi dikatakan tidak berpengaruh pada kebijakan dividen dengan implikasi bahwa kebijakan dividen seharusnya memang diabaikan dalam pembayaran dividen karena dalam kondisi inflasi sekalipun apabila kondisi finansial perusahaan masih mampu mengerek tingkat pembayaran dividen maka pembayaran dividen dapat dilakukan.

Dengan demikian hasil tersebut selaras dengan penelitian Abor & Bokpin (2010) yang berkesimpulan bahwa tidak adanya pengaruh signifikan inflasi atas *dividend payout ratio*, maka inflasi sebagai variabel kontrol dapat diabaikan dalam menentukan pengaruh keputusan investasi atas kebijakan dividen perusahaan.

3.8 Pengaruh PDB per Kapita terhadap Dividend Payout Ratio

Nilai koefisien variabel GDPCAP sebesar 12252528371.4819, nilai *t-statistic* sebesar 0.051104, dan nilai probabilitas sebesar 0.9596, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel GDPCAP secara positif tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR perusahaan sektor energi yang terdaftar di BEI pada tahun 2018-2021.

Abor & Bokpin (2010) menambahkan PDB per kapita sebagai pengukuran tingkat pendapatan negara untuk mengontrol variabel makroekonomi dalam mempengaruhi *dividend payout*. Penelitian tersebut lebih lanjut mendapatkan hasil yang tidak signifikan atas pengaruh PDB per kapita terhadap *dividene payout*. Sejalan dengan inflasi, PDB per kapita mungkin tidak mempengaruhi keputusan dividen perusahaan di negara-negara dengan pasar berkembang. Sementara itu Yaseen & Dragotă (2021) menyebutkan PDB per kapita sebagai salah satu prediktor *dividend payout* bersama dengan variabel sosiokultural lainnya. PDB per kapita dapat dikatakan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena PDB per kapita tidak secara langsung mempengaruhi kinerja perusahaan yang berakibat pada kas perusahaan guna melakukan pembayaran dividen. Besar atau kecilnya PDB per kapita tidak serta-merta menjadikan perusahaan memiliki kinerja baik ataupun buruk.

Dengan demikian hasil tersebut selaras dengan penelitian Abor & Bokpin (2010) yang berkesimpulan bahwa tidak ditemukan pengaruh signifikan PDB per kapita atas *dividend payout ratio*, maka PDB per kapita sebagai variabel kontrol dapat diabaikan dalam menentukan pengaruh keputusan investasi atas kebijakan dividen perusahaan.

4. PENUTUP

Penelitian ini menguji pengaruh *investment opportunity set* dan *corporate finance* terhadap dividend payout pada perusahaan energi yang tercatat di BEI pada 2018-2021 dengan menambahkan variabel kontrol. Penelitian yang dilakukan menjelaskan *investment opportunity set* dan profitabilitas menjadi determinan utama yang mempengaruhi keputusan pembayaran dividen perusahaan energi di Indonesia. *Investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout*. Dua proksi *corporate finance* yaitu *leverage* dan *external finance* tidak dapat menjelaskan *dividend payout* secara signifikan. Sementara itu, profitabilitas berpengaruh secara positif terhadap *dividend payout*, sehingga dalam menentukan keputusan *investment opportunity set* terhadap keputusan *dividend payout* harus mempertimbangkan profitabilitas sebagai variabel yang dapat berpengaruh.

Selain itu, kapitalisasi pasar, risiko serta variabel makroekonomi yakni inflasi dan PDB per kapita juga tidak memiliki signifikansi pengaruh terhadap dividend payout.

Penelitian ini hanya berfokus pada dua variabel independen serta beberapa variabel kontrol dengan satu variabel yang signifikan. Sementara itu, hanya terdapat satu dari lima variabel kontrol yang berpengaruh signifikan, sehingga tidak dapat memperkuat pengaruhnya terhadap variabel independen secara optimal. Selain itu penelitian hanya menggunakan sampel dengan jumlah yang terbatas, sehingga data yang dihasilkan 41 sampel yang mana telah dilakukan pemotongan data sebanyak 51 sampel.

Pada penelitian selanjutnya diharapkan dapat menguji variabel lain agar dapat menemukan variabel dengan hubungan yang signifikan terhadap variabel dependen. Subyek penelitian yang lebih luas juga disarankan untuk digunakan bagi menambah jumlah data yang digunakan sehingga hasilnya akan lebih optimal. Peneliti menyarankan agar penelitian selanjutnya dapat menguji variabel yang telah digunakan dalam penelitian ini menggunakan proksi pengukuran yang berbeda agar mendapatkan hasil yang makin komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J., & Bokpin, G. A. (2010). Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets. *Studies in Economics and Finance*, 27(3), 180–194. <https://doi.org/10.1108/10867371011060018>
- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). DO EMERGING MARKET FIRMS FOLLOW DIFFERENT DIVIDEND POLICIES FROM U.S. FIRMS? *Journal of Financial Research*, XXVI(3), 371–387. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00064>
- Al-Najjar, B. (2009). Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. *Studies in Economics and Finance*, 26(3), 182–197. <https://doi.org/10.1108/10867370910974017>
- Basse, T., & Reddemann, S. (2011). Inflation and the dividend policy of US firms. *Managerial Finance*, 37(1), 34–46. <https://doi.org/10.1108/03074351111092139>
- Booth, L., & Zhou, J. (2015). Market power and dividend policy. In *Managerial Finance* (Vol. 41, Issue 2). <https://doi.org/10.1108/MF-12-2013-0346>
- Bradshaw, M. T., Richardson, S. A., & Sloan, R. G. (2006). The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 53–85. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.03.004>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (1998). *Fundamentals of Financial Management*. The Dryden Press.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2009). *Fundamentals of Financial Management*. The Dryden Press.
- Chang, R. P., & Rhee, S. G. (1990). The Impact of Personal Taxes on Corporate

- Dividend Policy and Capital Structure Decisions. *Financial Management*, 19(2), 21–31.
- Damodaran, A. (2011). *Corporate Finance : Theory and Practice Second Edition*.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- Dewasiri, N. J., Koralalage, W. B. Y., Azeez, A. A., P.G.S.A. Jayarathne, Kurupparachchi, 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>
- Farinha, J. (2003). Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9–10), 1173–1209. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2003.05624.x>
- Franc-Dąbrowska, J., Mađra-Sawicka, M., & Ulrichs, M. (2019). Determinants of dividend payout decisions—the case of publicly quoted food industry enterprises operating in emerging markets. *Economic Research-Ekonomiska Istrazivanja*, 33(1), 1108–1129. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1631201>
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125–160.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 75(3), 387–424. <https://doi.org/10.1086/339889>
- He, Z., Chen, X., Huang, W., Pan, R., & Shi, J. (2016). External finance and dividend policy: a twist by financial constraints. *Accounting and Finance*, 56(4), 935–959. <https://doi.org/10.1111/acfi.12245>
- Hennessy, C. A., & Whited, T. M. (2007). How costly is external financing? Evidence from a structural estimation. *Journal of Finance*, 62(4), 1705–1745. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01255.x>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *SSRN Electronic Journal*, 76(2), 323–329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Jones, S., & Sharma, R. (2001a). The association between the investment opportunity set and corporate financing and dividend decisions: Some Australian evidence. *Managerial Finance*, 27(3), 48–64. <https://doi.org/10.1108/03074350110767097>
- Jones, S., & Sharma, R. (2001b). The association between the investment opportunity set and corporate financing and dividend decisions: Some Australian evidence. *Managerial Finance*, 27(3), 48–64. <https://doi.org/10.1108/03074350110767097>
- Kasmir. (2016). *Pengantar Manajemen Keuangan: Edisi Kedua*.
- Le, T. T. H., Nguyen, X. H., & Tran, M. D. (2019). Determinants of dividend payout policy in emerging markets: Evidence from the ASEAN region. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 531–546. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2019.94.531.546>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of

- Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Pruitt, S. W., & Gitman, L. J. (1991). The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms. *Financial Review*, 26(3), 409–430. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1991.tb00388.x>
- Purwanto, & Elen, M. (2017). Determinants of Dividend Payout Ratio in Property Companies: Evidence from Indonesia. *International Journal of Economic Perspectives*, 11(3), 346–358.
- Putri, I. F., & Nasir, M. (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Symposium Nasional Akuntansi IX*.
- Raharjo, S. (2006). *Kiat Membangun Aset Kekayaan*. Elex Media Komputindo.
- Riahi-Belkaoui, A. (2000). *Accounting and the Investment Opportunity Set*.
- Smith, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights. Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25–54. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)
- Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*.
- Yaseen, H., & Dragotă, V. (2021). Forecasting the Dividend Policy Using Machine Learning Approach: Decision Tree Regression Models. *Eurasian Studies in Business and Economics*, 19–39. https://doi.org/10.1007/978-3-030-71869-5_2

