

PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL DAN KEBIJAKAN DIVIDEN SERTA MEDIASI PROFITABILITAS

THE INFLUENCE OF MANAGERIAL OPPORTUNISTIC BEHAVIOUR ON DEVIDENT POLICY AND ITS EFFECT ON PROFIBILITY

Muhamad Umar Mai
(Staf Pengajar Jurusan Akuntansi Politeknik Negeri Bandung)

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh perilaku oportunistik manajerial terhadap kebijakan dividen dengan profitabilitas sebagai variabel intervening. Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan mulai tahun 2001 sampai dengan 2007. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah *purposive sampling* dan diperoleh sebanyak 154 sampel perusahaan. Selanjutnya, untuk menguji seluruh hipotesis yang ada pada penelitian ini, telah digunakan *path analysis* dengan paket Program Amos 16.0. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa 1) perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan risiko bisnis mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas; 2) profitabilitas dan perilaku oportunistik manajerial yang diproksi dengan *debt to asset ratio* mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; dan 3) profitabilitas tidak memediasi hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik dan kebijakan dividen.

Kata Kunci: Perilaku Oportunistik Manajerial, Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, *Debt to Assets Ratio*, Risiko Bisnis, *Return On Equity*, dan *Dividend Payout Ratio*.

ABSTRACT

This study aims to examine the influence of managerial opportunistic behaviour on dividend policy, either directly or through an intervening variable as profitability. The population of this research are the manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange with the observation period starting from year 2001 to 2007. Data collection method used was purposive sampling and as many as 154 sampling firms were obtained. Path Analysis through Amos program package was used for testing the hypothesis of the study. The results showed that: 1) managerial opportunistic behaviour as proxy for business risk (systemic risk) affect positively and significantly on profitability; 2) profitability and managerial opportunistic behaviour with a proxy of debt to asset ratio have a possitive and significant influence on dividend policy; 3) profitability does not

mediate the relations of causality between managerial opportunistic behaviour and dividend policy.

Keywords: managerial Opportunistic Behaviour, profitability, Divident policy, firm size, debt to assets ratio, systemastic risk, return on equity and dividend payout ratio.

PENDAHULUAN

Pemegang saham adalah pemilik dari sebuah perseroan terbatas dan mereka memiliki saham karena menginginkan pengembalian atas dana yang telah diinvestasikannya itu. Pemegang saham akan menunjuk manajer untuk menjalankan perusahaan secara harian. Selanjutnya, manajer bekerja mewakili pemegang saham; artinya, mereka hendaknya mematuhi kebijakan yang dapat meningkatkan nilai pemegang saham (Brigham dan Houston, 2006). Dengan demikian, secara normatif tujuan pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan, yang tercermin dari harga sahamnya (Wright dan Ferris, 1997; Walker 2000; Qureshi, 2006).

Tujuan perusahaan itu dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat. Mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan memengaruhi keputusan keuangan lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 1998). Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan deviden. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga keputusan-keputusan tersebut berkaitan satu

dengan lainnya (Mbodja dan Mukhrejee, 1994; dan Qureshi, 2006).

Amihud dan Lev (1981) menyatakan bahwa manajer sebagai agen dari pemegang saham tidak selalu bertindak atas nama kepentingan pemegang saham karena tujuan keduanya berbeda. Di satu pihak, kesejahteraan pemegang saham semata-mata bergantung pada nilai pasar perusahaan. Di pihak lain, kesejahteraan manajer sangat bergantung pada ukuran dan risiko kebangkrutan perusahaan. Akibatnya, manajer tertarik untuk menanamkan modal dalam rangka meningkatkan pertumbuhan dan penurunan risiko perusahaan melalui diversifikasi walaupun mungkin hal ini tidak selalu meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Grand dan Thomas, 1987; dalam Bethel dan Julia, 1993).

Kebijakan dividen adalah suatu topik yang banyak diperdebatkan dalam literatur keuangan dan masih menempati tempat yang terkemuka. Banyak peneliti telah menyumbangkan pemikiran teoritis dan menyediakan bukti empiris yang berkenaan dengan faktor penentu dari suatu kebijakan dividen perusahaan. Namun demikian, isu tentang kebijakan dividen, bagaimanapun belum terpecahkan (Naceur, 2007). Bhattacharyya (2007) menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan suatu hal yang paling sulit dan tantangan bagi para ahli ekonomi keuangan. Dua dekade yang lalu, Black (1976) menyatakan bahwa semakin kuat kita

memperhatikan gambaran tentang dividen, semakin nyata hal itu terlihat seperti suatu teka-teki dengan pecahan-pecahan yang berantakan dan tidak saling berkesesuaian.

Pembayaran dividen dipahami dapat mengurangi permasalahan keagenan namun hasil penelitian tentang hubungan langsung antara dividen dan nilai perusahaan sampai saat ini masih ambigu (Jensen dan Smith, 1984). Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna dan perilaku rasional dari para investor, ditemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen adalah tidak relevan. Miller dan Scholes (1978) dan Jose dan Stevens (1989) mendukung argumentasi *dividend irrelevant theory* ini. Namun, dalam praktik di pasar secara nyata, ditemukan bahwa kebijakan dividen tampaknya menjadi permasalahan. Muncul beberapa studi empiris yang menolak *dividend irrelevance theory* dan mendukung *bird-in-hand theory* sebagai suatu teori relevansi dividen dari Gordon dan Lintner (1963) dan Sterk dan Vandenberg (1990).

Selanjutnya, *tax preference theory* yang menyatakan bahwa rendahnya *dividend payout ratio* akan menjadikan lebih rendahnya tingkat pengembalian yang disyaratkan. Pada gilirannya akan meningkatkan penilaian terhadap saham-saham perusahaan (Brennan, 1970). Beberapa peneliti seperti Litzenberger dan Ramaswamy (1979), Poterba dan Summers, (1984), dan Barclay (1987) telah menyajikan bukti empiris untuk mendukung argumentasi pengaruh pajak. Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1982), serta Morgan dan Thomas

(1998) mempunyai temuan-temuan yang bertentangan dengan itu dan memberikan penjelasan yang berbeda.

Pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring perusahaan (Crutchley et al., 1999). Artinya, ketika terjadi peningkatan pembayaran dividen, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dikelola dengan baik, demikian sebaliknya. Gomes (1996), Fluck (1998), Myers dan Majluf (1984) mengakui bahwa kebijakan dividen menunjukkan masalah keagenan antara *insiders* dan *outsiders*. Grossman dan Hart (1980) menunjukkan bahwa *dividend payouts* mengurangi konflik keagenan dengan mengurangi jumlah *free cash flow* yang tersedia untuk para manajer, yang sering digunakan untuk aktivitas yang tidak dalam minat terbaik dari pemegang saham. Jensen (1986) berpendapat bahwa suatu perusahaan dengan *free cash flows* yang substansial cenderung untuk mengadopsi proyek-proyek investasi dengan *net present value* yang negatif. Jika para manajer meningkatkan jumlah dari dividen, semua selain itu dianggap sama. Hal itu akan mengurangi jumlah dari *free cash flows*, yang berarti akan mengurangi masalah *free cash flow*.

Uraian tersebut menunjukkan bahwa kebijakan dividen diputuskan oleh para manajer korporasi yang cenderung bersifat oportunistik. Mereka bekerja bukan untuk meningkatkan nilai perusahaan atau menyejahterakan pemilik perusahaan. Akan tetapi, para manajer sebagai agen dari pemegang saham cenderung mengambil tindakan yang hanya memaksimalkan kepentingannya sendiri apabila tidak ada insentif lain atau tidak dimonitor. Masalah keagenan inilah yang diprediksi

sebagai salah satu penyebab terjadinya kesimpangsiuran dampak dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, masalah dari penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut. 1). Apakah perilaku oportunistik manajerial berpengaruh terhadap profitabilitas dan kebijakan dividen; 2). Apakah profitabilitas memediasi hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen?

LANDASAN TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

1. Hubungan Tingkat *Leverage* dengan Profitabilitas

Studi DeAngelo dan Masulis (1980), Strebulaev (2003) dan Gaud et al. (2005) menunjukkan hubungan positif antara *leverage* dengan profitabilitas. Akan tetapi, Myers dan Majluf (1984), Klein et al. (2002), dan Akhtar (2005) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dengan *profitability*. Jensen (1986) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *leverage* dengan *profitability* jika pasar dapat mengontrol perusahaan secara efektif. Sebaliknya, jika dalam mengontrol perusahaan pasar tidak efektif, terdapat hubungan negatif antara *leverage* dengan tingkat *profitability* perusahaan. Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan, apabila manajer tidak berperilaku oportunistik, hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut.

Hipotesis 1: Tingkat *leverage* berpengaruh positif terhadap profitabilitas yang dicapai perusahaan.

2. Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Profitabilitas

Moses (1997) mengemukakan bahwa manajer dari perusahaan yang lebih besar memiliki dorongan yang lebih besar untuk berperilaku oportunistik dibandingkan dengan perusahaan kecil. Marachi (2001) menemukan bukti bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif dengan perilaku oportunistik manajerial karena perusahaan besar dipandang lebih kritis oleh pemegang saham dan pihak luar. Perusahaan besar memiliki basis investor yang lebih besar sehingga manajer mendapat tekanan yang lebih kuat untuk mengelola perusahaan dengan baik.

Studi Ammar et al. (2003) menunjukkan bahwa perusahaan kecil, menengah, dan besar adalah berbeda secara signifikan untuk masing-masing dalam hal pencapaian tingkat profitabilitas mereka. Profitabilitas mengalami penurunan ketika perusahaan-perusahaan bertumbuh lebih besar. Studi Wahidahwati (2002) dan Putu Anom (2003) membuktikan bahwa ukuran perusahaan yang kecil akan meningkatkan probabilitas perusahaan. Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan, dapat dikemukakan bahwa apabila tidak terjadi perilaku oportunistik manajerial, hipotesis yang dapat diajukan dalam hal ini adalah sebagai berikut.

Hipotesis 2: Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap profitabilitas yang dicapai perusahaan.

3. Hubungan Risiko Bisnis dengan Profitabilitas

Teori keagenan berasumsi bahwa pemegang saham dan manajer menginginkan suatu tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi yang telah dilakukan. Akan tetapi, masing-masing mempunyai kepentingan yang berbeda dalam pengambilan risiko (Amihud dan Lev 1981; Jensen 1986; Lane, Canella dan Lubatkin 1998). Teori keagenan memprediksi bahwa pemilik perusahaan mempunyai kecenderungan untuk mengambil risiko yang relatif lebih tinggi dibandingkan manajer perusahaan, sebagaimana dikemukakan oleh Saunders (1990) bahwa pemilik mempunyai perilaku *risk-taking* yang lebih tinggi dibandingkan dengan manajer.

Perilaku oportunistik manajerial dapat diungkapkan dengan ketidaksukaan manajer terhadap proyek-proyek investasi yang berisiko tinggi. Hal ini disebabkan akan mengganggu keamanan dan kenyamanan posisi dari para manajer itu dan merusak kesejahteraan pribadinya. Sebagai akibat, keuntungan dapat menjadi tidak maksimum dan berpotensi merugikan kesejahteraan pemilik perusahaan (Gitman, 1994). Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan, dapat dikemukakan bahwa apabila tidak terjadi perilaku oportunistik manajerial, hipotesis yang dapat diajukan dalam hal ini adalah sebagai berikut.

Hipotesis 3 :Tingkat risiko bisnis berpengaruh positif terhadap profitabilitas yang dicapai perusahaan.

4. Hubungan Profitabilitas dengan Pembayaran Dividen

Hasil studi DeAngelo dan DeAngelo (1990) dan DeAngelo dan Skinner (1992) membuktikan bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Pruitt dan Gitman (1991) dan Baker dan Powell (2000) menyatakan bahwa kebijakan dividen suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh tingkat *profitability* pada periode berjalan dan periode-periode sebelumnya. Naceur, Goaid, dan Belanes (2006) menemukan bukti di Tunisia bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend yield*.

Denis dan Osobov (2007) menemukan bukti di enam negara ,yaitu USA., Kanada, *United Kingdom*, Jerman, Prancis, dan Jepang bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen. Hedensted dan Raaballe (2007) menyimpulkan bahwa pembayaran dividen secara positif berhubungan dengan *return on equity*. Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut.

Hipotesis 4: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan.

5. Pengaruh Tingkat Leverage terhadap Pembayaran Dividen

Studi Al-Malkawi (2007) menemukan bukti di Jordania bahwa tingkat *leverage* yang diukur dengan *debt to equity ratio* berpengaruh negatif terhadap *dividend yield*. Studi lain yang dilakukan oleh Hedensted dan Raaballe (2007) menemukan bukti bahwa peluang-peluang pertumbuhan, tingkat

leverage, dan usia dari perusahaan tidak berpengaruh terhadap kecenderungan untuk membayar *dividends* pada perusahaan-perusahaan di Denmark. Papadopoulos dan Charalambidis (2007) dapat mendefinisikan adanya enam faktor penentu dari *dividend payout*. Keenam faktor penentu yang dimaksudkan adalah *size*, *capital structure*, *leverage*, *profitability*, *liquidity* dan *cash flow*. Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan, dapat dikemukakan bahwa apabila tidak terjadi perilaku oportunistik manajerial, hipotesis yang dapat diajukan dalam hal ini adalah sebagai berikut.

Hipotesis 5: Tingkat *leverage* berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan.

6. Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Pembayaran Dividen

Dickens, Casey, dan Newman (2002) menemukan bukti di U.S. bahwa bank-bank yang berukuran besar membayar *dividends* lebih tinggi. Denis dan Osobov (2007) menemukan bukti di enam negara USA, Kanada, *United Kingdom*, Jerman, Prancis, dan Jepang bahwa dividen, yang diukur dengan *dummy variable*, dipengaruhi oleh *firm size*. Papadopoulos dan Charalambidis (2007), berdasarkan hasil penelitiannya yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang tercatat di *Athens Stock Exchange*, menemukan bukti bahwa *firm size* yang *proxy* dengan *log total assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen tunai. Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut.

Hipotesis 6 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan.

7. Hubungan Tingkat Risiko Bisnis dengan Pembayaran Dividen

Hasil penelitian Kowalewski, Stetsyuk, dan Talavera (2007) di Polandia menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih berisiko dan berhutang (*indebted*) lebih menyukai untuk membayar *dividends* yang lebih rendah. Chen dan Steiner (1999) menyatakan bahwa risiko berhubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Studi Hartono (2000) menemukan bukti bahwa dividen yang tinggi juga berarti perusahaan akan lebih banyak menggunakan *debt* untuk membiayai investasinya; untuk menjaga struktur modal optimalnya (Emery dan Finnerty, 1997: 568). *Leverage* yang tinggi dapat juga berarti bahwa risiko perusahaan meningkat sehingga *shareholders* memerlukan tambahan *return* untuk kompensasi tambahan risiko tersebut, yang diperoleh dari dividen selain *capital gain*. Hal ini adalah perilaku rasional yang merupakan asumsi dasar perilaku dalam berinvestasi (Miller, 1977). Berdasarkan telaah pustaka di atas, dapat diketahui bahwa pengaruh risiko bisnis terhadap pembayaran dividen menunjukkan hasil yang berbaur. Namun, konsisten dengan penjelasan tentang perilaku oportunistik manajerial dalam perspektif *agency theory*, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut.

Hipotesis 7: Tingkat risiko bisnis berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan.

Penelitian ini mengajukan hipotesis mediasi sebagai konsekuensi ditempatkannya profitabilitas yang diukur dengan *return on equity* (ROE) sebagai variabel intervening. Adapun hipotesis mediasi yang dimaksudkan dapat dikemukakan sebagai berikut.

Hipotesis 8: Hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen dimediasi oleh profitabilitas.

METODOLOGI PENELITIAN

1. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, tahun 2000 sampai 2007. Artikel ini merupakan bagian dari penelitian yang lebih kompleks dengan metode pengambilan sampel adalah *purposive sampling*. Kriteria perusahaan adalah sebagai berikut: (1) menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2000 sampai tahun 2007; (2) memiliki data tentang kepemilikan intitusional, dewan komisaris independen, dan ukuran

dewan komisaris; dan (3) membagikan dividen tunai. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel tersebut, dan atas pertimbangan untuk mendapatkan data yang normal secara multivariat, diperoleh 154 sampel perusahaan.

2. Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan *path analysis* untuk menjelaskan akibat langsung dan tidak langsung dari seperangkat variabel sebagai variabel penyebab, terhadap seperangkat variabel lainnya yang merupakan variabel akibat. Namun demikian, penelitian ini hanya menggunakan koefisien regresi yang diperoleh dari hasil analisis jalur (*path analysis*) untuk menguji hipotesis-hipotesis yang diajukan.

3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Penjelasan tentang definisi operasional, pengukuran, dan indikator variabel yang digunakan dalam penelitian ini disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel	Dimensi / Konsep Variabel	Pengukuran Variabel	Justifikasi
Ukuran Perusahaan (SIZE)	Merupakan ukuran dari besarnya jumlah seluruh kekayaan (<i>total assets</i>) yang dimiliki perusahaan.	Natural Logarithm of Total Asset	Fishman et al., 2005; Silveira, 2007; Belcredi dan Rigamonti, 2008.
Tingkat Leverage (DAR)	Merupakan ukuran penggunaan total hutang untuk membiayai seluruh investasi perusahaan.	DAR = Total Debt to Total Assets Ratio	Jiraporn dan Ning, 2006; Renneboog dan Szilagyi, 2007; Li dan Zhao, 2007.
Risiko Bisnis	Merupakan ukuran	$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + e_i$	Khan et al., 2007;

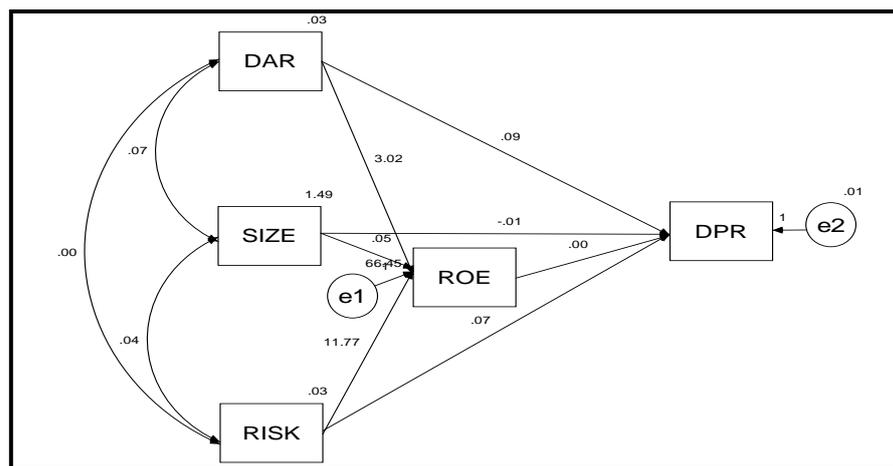
(RISK)	dari risiko sistematis (<i>syatematic risk</i>) yang dimiliki perusahaan.	R_i = Return saham i β_i = Beta saham i R_m = Return market	Moser dan Puckett, 2008; Barnes dan Lee, 2008; Sorescu dan Spanjol, 2008.
Profitabilitas (ROE)	Merupakan ukuran dari <i>return</i> atas seluruh ekuitas yang dimiliki perusahaan.	$ROE = EAT / \text{Total Equity}$	Denis dan Osobov, 2007; Al-Malkawi, 2007; Amidu, 2007; Hedensted dan Raaballe, 2008.
Kebijakan Dividen (DPR)	Merupakan ukuran dari laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham.	$DPR = DPS / EPS$ DPR = Dividend Payout Ratio; DPS = Dividend Per Share).	Deshmukh, 2005; Faulkender et al., 2006; Silveira dan Barros, 2007.

HASIL PENELITIAN

1. Diagram Hasil Analisis Jalur

Gambar berikut adalah diagram hasil *path analysis* dengan

menggunakan paket Amos 16.0 yang memuat koefisien-koefisien regresi dan korelasi dari variabel-variabel yang terlibat dalam model penelitian ini.



Sumber: dikembangkan untuk studi ini

Gambar 1. Diagram Hasil *Path Analysis* Perilaku Oportunistik Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Mediasi Profitabilitas

2. Penilaian Kelayakan Model

Sebelum hasil analisis data ini digunakan untuk menguji seluruh hipotesis yang ada dalam penelitian ini, dilakukan pengujian kelayakan

(*goodness of fit*). Berdasarkan hasil pengujian terhadap kelayakan model, selanjutnya dapat disajikan ringkasan dari hasil evaluasi kriteria *goodness of fit* tersebut, sebagai berikut.

Tabel 2. Ringkasan Hasil Evaluasi *Goodness Of Fit*

Goodness of fit Index	Cut-off Value	Hasil Model	Keterangan
<i>Absolute Measures</i>			
χ^2 - Chi-Square	Diharapkan lebih kecil	0,000	<i>Cannot be computed</i>
Probability	$\geq 0,05$	0,000	<i>Cannot be computed</i>
CMIN/DF	$\leq 2,00$	1,211	Baik sekali
RMSEA	$\leq 0,08$	0,037	Baik sekali
GFI	$\geq 0,90$	0,997	Baik sekali
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	$\geq 0,90$	0,953	Baik sekali
TLI	$\geq 0,95$	0,936	Cukup Baik
CFI	$\geq 0,95$	0,994	Baik sekali
NFI	$\geq 0,90$	0,972	Baik sekali

Tabel 1 ini menunjukkan bahwa *goodness of fit* dari model penelitian ini layak untuk menguji hipotesis-hipotesis yang diajukan. Berdasarkan Gambar 1

serta *regression weights* pada *output* hasil analisis data melalui paket program Amos 16.0, dapat disusun persamaan struktural, sebagai berikut.

$$\text{ROE} = 3,024 \text{ DAR} + 0,055 \text{ SIZE} + 11,770 \text{ RISK} \dots\dots\dots (1)$$

P	(0,445)	(0,925)	(0,006)
Cr	(0,764)	(0,094)	(2,753)

$$\text{DPR} = 0,002 \text{ ROE} + 0,085 \text{ DAR} - 0,008 \text{ SIZE} + 0,072 \text{ RISK} \dots\dots\dots (2)$$

P	(0,010)	(0,048)	(0,237)	(0,133)
Cr	(2,573)	(1,976)	(-1,183)	(1,504)

3. Pengaruh *Debt to Assets Ratio, Firm Size, dan Systematic Risk* terhadap *Return on Equity*

Berdasarkan persamaan 1, dapat diketahui bahwa pengaruh *Debt to Assets Ratio* (DAR) terhadap *Return on Equity* (ROE) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar 3,024 dan nilai *sig-t* 0,445. Berarti suatu pengaruh positif, tetapi tidak signifikan. Dengan demikian, hipotesis 1, yang menyatakan tingkat *leverage* berpengaruh positif terhadap profitabilitas yang dicapai perusahaan, **tidak dapat diterima**.

Temuan ini tidak mendukung hasil studi DeAngelo dan Masulis (1980), Strebulaev (2003), dan Gaud et al. (2005) yang menunjukkan bahwa terdapat suatu hubungan yang positif antara tingkat *leverage* dengan tingkat profitabilitas. Hasil penelitian ini tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil studi Myers dan Majluf (1984), Klein et al. (2002), dan Akhtar (2005) yang menemukan bukti bahwa terdapat hubungan negatif antara tingkat *leverage* dengan *profitability*.

Persamaan struktural satu memperlihatkan bahwa pengaruh *Firm*

Size (SIZE) terhadap *Return on Equity* (ROE) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi 0,055 dan nilai sig-t 0,925. Berarti suatu pengaruh positif yang tidak signifikan. Dengan demikian, hipotesis 2, yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap profitabilitas yang dicapai perusahaan, **tidak dapat diterima**. Temuan ini tidak mendukung Hall dan Weiss (1967) dan Marachi (2001) yang membuktikan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif dengan perilaku oportunistik manajerial. Temuan ini juga tidak mendukung hasil studi Marcus (1969) dan Moses (1997) yang menemukan bukti bahwa manajer dari perusahaan yang lebih besar memiliki dorongan yang lebih kuat untuk berperilaku oportunistik dibandingkan perusahaan kecil, karena memiliki biaya politik yang lebih besar.

Persamaan struktural satu memperlihatkan bahwa pengaruh *Systematic Risk* (RISK) terhadap *Return on Equity* (ROE) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 11,770 dan nilai sig-t 0,006, yang berarti suatu pengaruh positif dan signifikan pada level $\alpha = 1\%$. Dengan demikian, hipotesis 3, yang menyatakan bahwa tingkat risiko bisnis berpengaruh positif terhadap profitabilitas yang dicapai perusahaan, **dapat diterima**. Temuan ini sejalan dengan Mann dan Neil (1991) yang mengungkapkan bahwa apabila tindakan manajer adalah sesuai dengan harapan investor, tidak akan terjadi masalah keagenan. Ketika para manajer tidak berperilaku oportunistik, mereka akan melakukan investasi pada proyek-proyek yang lebih berisiko untuk mendapatkan proyek-

proyek investasi yang menguntungkan, yaitu investasi dengan *net present value* pos.

4. Pengaruh *Return on Equity*, *Debt to Assets Ratio*, *Firm Size*, dan *Systematic Risk* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Persamaan struktural 2 menunjukkan bahwa pengaruh *Return on Equity* (ROE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) mempunyai nilai koefisien regresi sebesar **0,002** dan nilai sig-t 0,010, berarti suatu pengaruh yang positif dan signifikan pada level $\alpha = 10\%$. Dengan demikian, hipotesis 4, yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan, **dapat diterima**. Temuan ini mendukung studi Al-Malkawi (2007) di Jordania dan Denis dan Osobov (2007) di U.S.A., Kanada, *United Kingdom*, Jerman, Prancis dan Jepang, yang menemukan bukti bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Pengaruh *Debt to Assets Ratio* (DAR) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi 0,085 dan nilai sig-t sebesar 0,048, suatu pengaruh yang signifikan pada level $\alpha = 5\%$. Dengan demikian, **hipotesis 5**, yang menyatakan bahwa tingkat *leverage* berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan, **dapat diterima**. Temuan ini sejalan dengan Jensen (1991) yang berpendapat bahwa jumlah kas yang ada di tangan manajer dapat dikurangi dengan menerbitkan hutang baru yang hasilnya untuk dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen

khusus atau pembelian kembali saham yang beredar.

Persamaan struktural 2 di atas memperlihatkan bahwa pengaruh *Firm Size* (SIZE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,008 dan nilai *sig-t* sebesar 0,237, yang berarti suatu pengaruh yang negatif namun tidak signifikan. Dengan demikian, hipotesis 6, yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan, **tidak dapat diterima**. Hasil studi ini tidak mendukung hasil penelitian Papadopoulos dan Charalambidis (2007) di *Athens Stock Exchange* dan Al-Malkawi (2007) di Jordania yang menemukan bukti bahwa *firm size* adalah berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen. Studi ini juga tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil penelitian Hedensted dan Raaballe (2007) di Denmark dan Naceur, Goaid, dan Belanes (2006) di Tunisia, yang menemukan bukti bahwa *firm size* adalah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend yield*.

Persamaan struktural 2 memperlihatkan bahwa pengaruh *Systematic Risk* (RISK) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR)

ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,072 dan nilai *sig-t* 0,133. Dengan demikian, hipotesis 7, yang menyatakan bahwa tingkat risiko bisnis berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan, **tidak dapat diterima**. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian Rozeff (1982); Barclay, Smith, dan Watts (1995); Casey, Anderson, Mesak, dan Dickens (1999) yang menemukan bukti bahwa *Systematic Risk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

5. Mediasi *Return on Equity* dalam Hubungan *Debt to Asset Ratio*, *Firm Size*, dan *Systematic Risk* dengan *Dividend Payout Ratio*

Pengujian hipotesis 8 ini adalah untuk mengetahui apakah variabel-variabel yang menjadi proksi perilaku oportunistik manajerial berpengaruh secara langsung terhadap *dividend payout ratio* atau melalui *return on equity*. Tabel 6 berikut menyajikan besar dan arah koefisien pengaruh langsung dan tidak langsung dari *Debt to Assets Ratio* (DAR), *Firm Size* (SIZE), dan *Systematic Risk* (RISK) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang dimediasi oleh *Return on Equity* (ROE).

Tabel 3. Hasil Analisis Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung DAR, SIZE, dan RISK Terhadap DPR yang Dimediasi ROE

KETERANGAN	Variabel Independen		
	DAR	SIZE	RISK
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR)	0,085	-0,008	0,072
• Pengaruh langsung variabel independen terhadap <i>Return on Equity</i> (ROE)	3,024	0,055	11,770
• Pengaruh ROE terhadap DPR adalah sebesar 0,002	-	-	-

• Pengaruh tidak langsung (melalui ROE) variabel independen terhadap variabel dependen (DPR)	0,0061	0,0001	0,0235
--	--------	--------	--------

Sumber: Data sekunder yang diolah

Berdasarkan Tabel 3, dapat diketahui 1) nilai koefisien pengaruh langsung DAR terhadap DPR adalah 0,085. Pengaruh DAR secara tidak langsung (melalui ROE) terhadap DPR adalah 0,0061; 2) nilai koefisien pengaruh langsung SIZE terhadap DPR adalah -0,008. Pengaruh SIZE secara tidak langsung (melalui ROE) terhadap DPR adalah 0,0001; 3) nilai koefisien pengaruh langsung RISK terhadap DPR adalah 0,072. Pengaruh RISK secara tidak langsung (melalui ROE) terhadap DPR adalah 0,0235. Dengan demikian, hipotesis 8 yang menyatakan bahwa profitabilitas akan memediasi hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen, **tidak dapat diterima.**

SIMPULAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

1. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis, dapat disimpulkan bahwa manajer dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terpilih menjadi sampel dalam penelitian ini, tidak menunjukkan kecenderungannya untuk berperilaku oportunistik. Hal ini dibuktikan dengan adanya 1) pengaruh positif *Debt to Assets Ratio* dan *Firm Size* terhadap *Return on Equity*. Yang berarti hutang telah mendorong perusahaan menjadi tumbuh besar dan menguntungkan; 2) pengaruh positif dan signifikan *Systematic Risk* terhadap *Return on Equity*; menunjukkan bahwa manajer telah melakukan investasi pada proyek-proyek yang berisiko sebagai

konsekuensi untuk memperoleh investasi yang menguntungkan; dan 3) pengaruh positif dan signifikan *Debt to Assets Ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio* menunjukkan bahwa perusahaan telah mempunyai struktur modal yang ditargetkan. Selain itu, penelitian ini juga dapat menyimpulkan bahwa 1) *Firm Size* dan *Systematic Risk* tidak berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*; dan 2) *Return on Equity* tidak memediasi hubungan kausalitas antara *Debt to Assets Ratio*, *Firm Size*, dan *Systematic Risk* dengan *Dividend Payout Ratio*.

2. Keterbatasan Penelitian

Perilaku oportunistik manajerial dalam penelitian ini diproksi dengan variabel *Debt to Assets Ratio*, *Firm Size*, dan *Systematic Risk*. Menurut Bethel dan Julia (1993), manajer termotivasi untuk menanamkan modalnya pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Sejalan dengan itu, studi Grant, Jammine dan Thomas (1988) menunjukkan bahwa strategi diversifikasi yang tidak terfokus (*unrelated diversification*) tampaknya lebih disukai untuk mengurangi risiko kebangkrutan daripada diversifikasi yang terfokus (*related diversification*). Dengan demikian, keterbatasan dari penelitian ini diharapkan dapat membuka peluang bagi penelitian yang akan datang untuk mempertimbangkan variabel *Unrelated Diversification* sebagai salah satu proksi dari perilaku oportunistik manajerial.

3. Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini hanya menyangkut perusahaan-perusahaan sektor manufaktur dengan alasan untuk menghindari perbedaan karakteristik industri. Selain itu, penelitian ini menggunakan *pooled data* agar penelitian mendatang dapat memberikan kekuatan generalisasi yang lebih luas dan lebih baik sehingga diharapkan dapat melibatkan seluruh sektor industri. Adapun, untuk menghindari perbedaan karakteristik industri, disarankan untuk menggunakan *fixed effect model* dan *time effect model*.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar. 2007. "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model". *Journal of Economic & Administrative Sciences*, Vol. 23, No. 2: pp. 44-70.
- Amihud, Y. And B. Lev. 1981. "Risk Reducction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers". *Bell Journal of Economic*, Vol. 12: pp. 11-18.
- Ammar, Abdurahman, Awad S. Hanna, Erik V. Nordheim, dan Jeffrey S. Russell. 2003. "Indicator Variables Model of Firm's Size-Profitability Relationship of Electrical Contractors Using Financial and Economic Data" *Journal Of Construction Engineering And Management* © Asce/March/April 2003
- Baker, H. Kent and Gary E. Powell. 2000. "Factors Influencing Dividend Policy Decision". *Financial Practice and Education*. Forthcoming in Spring/Summer issue.
- Baker, H. Kent, E. Theodore Veit, dan Gary E. Powell. 2001. "Factors Influencing Dividend Policy Decisions Of Nasdaq Firms". *The Financial Review*. Vol. 38: pp. 19-38.
- Barclay, M. J., and C. W. Smith, Jr. 1987. "Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases". *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, pp. 61-82.
- Barclay, M. J, Smith, C. W, and Ross, W. L. 1995. "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policy", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7 No. 4, pp. 4-19
- Bethel, J.E. dan Julia Liebeskind. 1993. "The Effect of Ownership Structure on Corporate Structuring". *Strategi management Journal*, Vol. 14: pp. 15 – 31.
- Bhattacharya, Prasad S., and Michael Graham. 2007. "Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland". *Working Artikel Series*, <http://ssrn.com/abstract=1000092>.
- Black, F. 1976. "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2: pp. 5–8.

- Black, F., dan Scholes, M. 1974. "The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Price and Returns". *Journal of Financial Economics*, pp. 1-22.
- Brennan, Michael. 1970. "Taxes, Market Valuation dan Corporate Financial Policy". *National Tax Journal*, pp. 417-427.
- Brigham, Eugene F. and Houston Joel F. 2006. "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid I" (Penerjemah Ali Akbar Yulianto) Edisi Kesepuluh. Jakarta: Salemba Empat,
- Casey, K.M., D.C. Anderson, H.I. Mesak, and R.N. Dickens. 1999. "Examining the Impact of the 1986 Tax Reform Act on Corporate Dividend Policy: A New Methodology," *The Financial Review*, (August): pp. 33-46.
- Chen, R. Carl, Steiner T. 1999. "Managerial Ownership and Agency Conflicts: a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy". *Financial Review*, Vol. 34: pp. 22-46.
- Crutchley, Claire E Marlin R.H. Jensen, John S Jahera, Jr, Jennie E. Raymond. 1999. "Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making The Role of Institutional Ownership", *International Review of Financial Analysis*; 8:2, pp. 177-197
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo. 1990. "Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms". *Journal of Finance*, Vol. 45: pp. 1415-1431.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D.J. Skinner. 2002. "Are Dividend Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earning". *Working Artikel*, Code No. 02-9, USC Finance and Business Economics, USC Marshall School of Business.
- DeAngelo, H., and R.W. Masulis. 1980a. "Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation". *The Journal of Finance*, Vol. 35, No. 2: pp. 453-464.
- DeAngelo, H., and R.W. Masulis. 1980b. "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation". *The Journal of Finance Economics*, Vol. 8: pp. 3-29.
- Denis, David J., and Egor Osobov. 2008. "Why Do Firm's Pay Dividends ? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy". *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, 62-110.
- Dickens, Ross N., Casey, K. Michael, and Newman, Joseph A. 2002. "Bank Dividend Policy: Explanatory Factors". *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol. 41, No. 1 & 2: pp. 1-12.

- Fama, Eugene F and French, Kenneth R. 1998. "Taxes, Financing Decision, and Firm Value". *The Journal of Finance*, Vol. LIII, No.3: June, pp. 819 – 843.
- Fluck, Z. 1998. "Optimal Financial Contracting: Debt versus Outside Equity". *The Review of Financial Studies*, Vol. 11: pp. 383-418.
- Gaud, Philippe, Elion Jani, Martin Hoesli and Andre Bender. 2005. "The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data". *European Financial Management*, Vol. 11, No. 1: pp. 51-69.
- Gomes, A. 1996. "The Dynamics of Stock Prices, Manager Ownership, and Private Benefits of Control". United States: Cambridge, Harvard University.
- Gordon M. J. 1963. "Optimal Investment and Financing Policy", *Journal of Finance*, May, pp. 264-272.
- Hall, M. and Weiss, L. 1967. "Firms size and profitability." *The Review of Economics and Statistics*, August, 319-331.
- Hartono J. 2000. An Agency-Cost Explanation for Dividend Payments, *Working Artikel*, 1-22.
- Hedensted, J. S., Raaballe J. 2008. "Dividend Determinants in Denmark", Denmark: School of Economics and Management, University of Aarhus.
- Jensen, Michael C and Smith, Jr Clifford W. 1994. "The Modern Theory of Corporate Finance". Mc Graw – Hill Book Company.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*. Vol. 76: pp. 23-329.
- Jose, M.L. dan J.L. Stevens. 1989. "Capital Market Valuation of Dividend Policy". *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 16: pp. 651-662.
- Klein, L.S., Thomas J.O.B., Stephen R. Peters. 2002. "Debt vs Equity and Asymmetric Information: A Review". *The Financial Review*. Vol. 37: pp. 317-350.
- Kowalewski, Oskar; Ivan Stetsyuk; dan Oleksandr Talavera. 2007. "Corporate Governance and Dividend Policy in Poland". *Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=986111>*. JEL Classification Codes: G30, G32, G35.
- Lintner, J. 1962. "Dividends, Earnings, Leverage, Stock, Prices and the Supply of Capital to Corporations". *Review of Economics and Statistics*, Vol. XLIV. No. 3: pp. 243 - 269.
- Litzenberger, R. and K. Ramaswamy. 1979. "The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence". *Journal of Financial Economics*, Vol. 7: pp. 163-195.

- Mann, Steven V. and Neil W. Sichernman 1991. "The Agency Cost of Free cash flow :Acquisition and Equity Issues". *Journal of Business*, Vol. 64, No. 2: pp. 231– 226.
- Mbodja, M. and Mukherjee, Tarunk. 1994. "An Investigation Into Causality Among Firms' Dividend, Invesment, & Financing Decision". *Journal of Financial Research*, pp. 517 – 530.
- Miller, M. 1977. "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 261-275.
- Miller, Merton H., and Modigliani, Franco. 1983. "Dividend Policy, Growth, and the Valution of Shares". *Journal of Business*, Vol. 34 (Oktober): pp. 411-433.
- Miller, M., and M. Scholes. 1982. "Dividends and taxes: empirical evidence". *Journal of Political Economy*, Vol. 90: pp. 1118-1141.
- Morgan, G., Thomas, S. 1998. Taxes, Dividend Yields and Returns in the UK Equity Market. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 405-423.
- Moses, Douglas O. 1997. "Income Smoothing and Incentives: Empirical Using Accounting Changes". *The Accounting Review*, Vol. LXII, No. 2, April: pp. 259-377.
- Myer, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decision When Firm Have Information That Investor do not Have". *Journal of Financial Economic*, Vol. 13: pp. 419-453.
- Naceur, Samy Ben., Mohamed Goaid., and Amel Belanes. 2006. "On The Determinants and Dynamics Of Dividend Policy". *International Review of Finance*, Vol. 6. No. 1-2: pp. 1-23.
- Papadopoulos, Dimitrios L., and Dimitrios P. Charalambidis. 2007. "Focus on Present Status and Determinants of Dividend Payout Policy: Athens Stock Exchange in Perspective". *Journal of financial Management and Analysis*, Vol. 20, No. 2: pp. 24-37.
- Rozeff, M. S. 1982. "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios". *Journal of Financial Research*, Vol. 5: pp. 249-259.
- Poterba, J. M.and Summers, L. H. 1998. "System dynamics modeling of firm value". *Journal of Modelling in Management*. Vol. 2, No.1 pp. 1-42
- Pruitt, Stephen W. and Lawrence J. Gitman. 1991. "The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firm". *Financial Review*, Vol. 26, No. 3 (August): pp. 409-430.
- Qureshi, Muhammad Azeem. 2006. "System dynamics modelling of firm value". *Journal of Modeling in Management*. Vol. 2, No. 1, pp. 24-39.

- Saunders A., E. Strock and N. Travlos. 1990. "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking". *Journal of Finance*, Vol. 45: pp. 643-654.
- Strebulaev, Ilya A. 2003. "Do Test of Capital Structure Theory Mean What They Say? *Job Market Artikel*, London Business School, pp. 1-42.
- Sterk, W. E., & Vandenberg, P.A. 1990. "The market valuation of cash dividends and the tax differential theory of dividend policy: a case revisited". *Financial Review*, Vol. 25: pp. 441-445.
- Wahidahwati. 2002. Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen". *Simposium Nasional Akuntansi V*. Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Walker, M. Mark. 2000. "Corporate Take Over, Strategic Objectives, and Acquirring Firm Shareholders Wealth". *Financial Management*, Winter: pp. 36-46.
- Wright, Peter and Ferris, Stephen P. 1997. "Agency Conflict & Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic Management Journal*. Vol. 18: pp. 77-83.