

## **PENGARUH TIMBAL-BALIK ANTARA PEMBAYARAN DIVIDEN DAN PERTUMBUHAN MODAL SENDIRI PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Sofiati**

*Program Magister Manajemen STIE Widya Wiwaha*  
Email: sofiatibg25gmail.com

### **Abstract**

*This study extends previous research on dividend policy and funding decisions. Previous studies have focused on dividend policy or funding decisions alone, to determine the factors that influences. This study aims to determine the mutual influence between dividend payout and capital growth. The authors would like to examine that there are similarities between the factors that affect the distribution of dividends and capital growth include profitability, agency cost, and retained earnings. In this research, the sample comprises of 72 active stocks listed and traded in Indonesia Stock Exchange during the periode of 2011-2015. The test results demonstrate the usefulness of the model testing using indicators overall goodness of fit to meet the criteria recommended level of fitness. By using the non-statistical measure such absolute goodness of fit and parsimony goodness of fit value exceeds recommended levels, it has indicated a good fit between the data with the model proposed research.*

**Key words:** *Dividend Payout, Capital Growth, Profitability, Agency Cost, Retained Earning.*

### **PENDAHULUAN**

Kondisi perekonomian di tingkat internasional, kondisi ekonomi negara-negara maju di kawasan Eropa masih mengalami tekanan, dan belum recovery dari krisis yang menimpa. Kondisi Cina yang mendevalusi mata uang Yuan menambah gejolak ekonomi dunia. Di sisi lain, harga komoditas seperti minyak mentah, kelapa sawit (CPO), dan batu bara juga mengalami penurunan. Dalam suasana ketidakpastian tersebut, berbagai lembaga keuangan

melakukan beberapa kali koreksi terhadap proyeksi pertumbuhan ekonomi global dan domestik pada 2015. Dana Moneter Internasional (IMF) yang pada awal tahun 2015 masih cukup optimis mengalami pertumbuhan 3,5% atau sedikit lebih tinggi dibandingkan pada tahun 2014 dan belakangan merilis proyeksi 3,3% pada Juli 2015 sama dengan realisasi 2014 dan kemudian menurunkannya lagi menjadi 3,1% pada Oktober 2015.

Di tengah kondisi perekonomian global yang penuh ketidakpastian, pasar modal Indonesia masih bisa mencetak rekor indeks saham tertinggi di level 5.523 pada 7 April 2015, yang menjadikan kapitalisasi pasar membukukan rekor baru dengan nominal senilai Rp 5.584 triliun. Bursa Efek Indonesia masih menjadi pasar yang menarik bagi investor, dari sisi frekuensi perdagangan misalnya sepanjang tahun 2015 mencatat pertumbuhan 4,2% (Laporan Keuangan BEI, 2015).

Laba yang diperoleh perusahaan publik sebaiknya tidak dibagikan seluruhnya sebagai dividen tetapi sebagian disisihkan untuk diinvestasikan kembali yaitu sebagai *retained earning* (Schall, 1983). Semakin besar Laba ditahan dari tahun ke tahun berarti semakin besar proporsi modal sendiri, berarti ada pertumbuhan modal sendiri. Semakin besar tingkat pertumbuhan modal sendiri berarti semakin kuat posisi keuangan perusahaan. Pada kebijakan dividen terdapat dua pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan, yaitu; kepentingan pemegang saham dengan dividennya dan kepentingan perusahaan dengan *retained earning*-nya. Kebijakan dividen tidak bisa dipisahkan dari keputusan pendanaan, apabila manajer keuangan memutuskan untuk membagikan laba dalam bentuk dividen agar kemakmuran pemegang saham meningkat, maka pada saat perusahaan memerlukan tambahan dana untuk investasi, manajer keuangan harus mencari sumber dana lain, dengan demikian ketergantungan terhadap sumber dana eksternal akan semakin besar. Sebaliknya, apabila diputuskan laba untuk ditahan guna membiayai investasi di masa datang maka pertumbuhan modal sendiri akan meningkat. Mengingat pentingnya dividen bagi kelangsungan hidup perusahaan dan adanya sebagian laba yang tidak dibagikan atau ditahan sebagai sumber dana internal maka permasalahan dalam

penelitian ini yaitu apakah beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dan beberapa faktor yang mempengaruhi pertumbuhan modal sendiri adalah sama sehingga terjadi hubungan timbal balik atau saling mempengaruhi antara faktor satu dengan faktor lainnya, khususnya bagi industri manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini dilakukan dengan dorongan hasil studi yang dilakukan oleh Alli, et al (1985) dan Sugiarto (1997) tentang *dividend payout*, serta Surwanti (1996) tentang pertumbuhan modal sendiri perusahaan. Tujuan penelitian ini adalah untuk menerapkan model analisis struktural Arbuckle (1997) yang mengkonfirmasi teori bahwa ada kesamaan antara faktor-faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen dan pertumbuhan modal sendiri. Bagi emiten, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan dividen dan menentukan kebijakannya untuk mempercepat laju pertumbuhan modal sendiri sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

## **KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **Keputusan Pendanaan**

Informasi mengenai dividen diperlukan karena salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham adalah harapan investor terhadap tingkat pendapatan dan dividen yang akan datang (Horne, 1986). Dalam keputusan pembagian dividen, perusahaan harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaannya. Keputusan pembelanjaan adalah menyangkut tentang bagaimana membiayai kegiatan perusahaan, bagaimana memperoleh dana dengan biaya yang minimal serta komposisi sumber pembiayaan

yang optimal. Empat sumber dana utama yang digunakan perusahaan untuk mendanai operasi perusahaan antara lain utang, saham preferen, saham biasa, dan Laba ditahan. Keempat sumber dana operasi perusahaan tersebut apabila dikelompokkan akan merupakan utang dan modal sendiri seperti yang dikemukakan oleh Schall dan Halley (1983).

Menurut Brigham (1996) faktor-faktor yang mempengaruhi pertumbuhan modal sendiri antara lain profitabilitas, tingkat laba yang ditahan, bunga hutang dan tingkat pajak yang dibayarkan perusahaan. Laba ditahan (*retention rate*) merupakan ratio yang menunjukkan tingkat keuntungan yang tidak dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Tingkat laba yang tidak dibagikan sebagai dividen ini menambah jumlah modal sendiri dan tentunya memberikan pengaruh yang positif terhadap tingkat pertumbuhan modal sendiri. Brigham (1996) menyatakan bahwa Laba ditahan adalah penghasilan perusahaan yang ditahan dan tidak dibayarkan sebagai dividen.

Pendanaan yang berasal dari Laba ditahan ini mengurangi dividen yang dibayarkan kepada pemilik saham. Laba yang ditahan yang tersedia tergantung tidak hanya pada pendapatan perusahaan, namun juga pada kebijakan dividen perusahaan. Apabila perusahaan mengurangi jumlah dividen maka akan meningkatkan laba yang ditahan. Laba yang ditahan di masa yang akan datang diharapkan dapat meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan. Apabila perusahaan menggunakan utang untuk mendanai operasional perusahaan maka perusahaan harus membayar bunga pinjaman yang tentunya akan mengurangi pendapatan perusahaan dan akhirnya akan mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan.

### Kebijakan Dividen

Keputusan pembayaran dividen ini tidak dapat dipisahkan dari keputusan pendanaan. Apabila manajer keuangan memutuskan untuk membagikan laba dalam bentuk dividen agar kemakmuran pemegang saham meningkat, maka pada saat perusahaan memerlukan tambahan dana untuk investasi maka manajer keuangan harus mencari sumber dana lain, dengan demikian maka ketergantungan terhadap sumber dana eksternal juga akan semakin besar. Sebaliknya apabila diputuskan bahwa laba akan ditahan guna membiayai investasi di masa datang maka berarti ketergantungan terhadap sumber dana eksternal akan berkurang.

Horne (1996) menyampaikan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen adalah kebutuhan-kebutuhan dana perusahaan, profitabilitas, likuiditas, dan agency cost. Weston (1991) menambahkan tingkat laba, stabilitas pendapatan dan posisi pajak pemegang saham. Banyak perusahaan membayar jumlah dividen dalam jumlah yang konstan, implikasinya akan langsung dirasakan manajer keuangan yaitu harus menyediakan dana untuk membayar jumlah dividen yang tetap ini, sehingga membuat manajemen untuk mengambil keputusan pendanaan dengan modal sendiri. Semakin tinggi pembayaran dividen maka jumlah Laba ditahan semakin rendah yang berarti jumlah modal sendiri semakin rendah. Demikian juga sebaliknya, semakin kecil pembayaran dividen maka semakin besar pertumbuhan modal sendiri.

Return on Equity (*ROE*) akan digunakan untuk menambah modal sendiri sebagai proksi dari teori dividen sisa yang menyatakan bahwa suatu perusahaan akan membayar dividen hanya jika dana-dana internal tidak seluruhnya digunakan untuk tujuan investasi. Perusahaan yang sedang

tumbuh pesat membutuhkan investasi besar sehingga perusahaan tersebut berusaha untuk membagi dividen serendah mungkin atau terdapat hubungan negatif (Myers dan Majluf, 1984).

### **Penelitian Terdahulu**

Hansen, Kumar dan Shome (1994) dalam penelitiannya memfokuskan pada keuntungan dan dimungkinkannya pemantauan yang berhubungan dengan tingginya dividen sebagai penjelasan adanya kebijakan pembayaran yang mahal pada perusahaan utilitas listrik. Menurut rasionalitas pemantauan (*monitoring rationality*), suatu perusahaan akan membayar dividen dengan mahal untuk meningkatkan kemungkinan menjual saham biasa. Penerbitan modal baru akan memicu penyelidikan terhadap pembuat keputusan perusahaan oleh bank-bank investasi, bursa saham, *Securities Exchange Committee*, dan pemasok modal baru sehingga tingginya dividen akan mendisiplinkan pembuat keputusan. Pengujian terhadap 400 perusahaan industri yang menjadi sampel penelitian dengan data yang diambil dari Compustat pada dua periode yang terpisah yaitu tahun 1981 sampai tahun 1985 dan tahun 1986 sampai tahun 1990, menemukan hasil yang mendukung rasionalitas pemantauan, mengurangi biaya keagenan dan meningkatkan nilai perusahaan.

Papaioannou dan Saravese (1994) melakukan penelitian terhadap 283 perusahaan sampel yang didapat dari daftar fortune 500 dan fortune 50 untuk data relevan kuartal ketiga tahun 1983 sampai kuartal tahun pertama pada tahun 1991. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan rasio pembayaran rendah dan menengah dalam periode sebelum Tax Reform Act meningkatkan rasio pembayarannya secara signifikan setelah tahun 1986, namun perusahaan

dengan rasio pembayaran tinggi menurunkan rasio pembayarannya secara signifikan. Hasil ini konsisten dengan pandangan manajemen yang ditanggapi untuk menyusun kembali tingkat pajak atas dividen (*dividend payout ratio*). Secara keseluruhan studi ini memberikan bukti penyebab perubahan pajak pada kebijakan dividen dalam periode setelah *Tax Reform Act* (*post-TRA period*).

Sterk dan Vanderberg (1990) melakukan survei pada *Citizens Utilities Stock* yang diperdagangkan pada *Over-The Counter* (OTC) dengan menggunakan harga harian dari The Dow Jones New Retrieval Service atau dari Standard & Poor's OTC Daily Stock Prices untuk periode dari Januari 1985 sampai Januari 1987 dan memperoleh data dividen dari Moody's Dividend Record. Hasil survey mengindikasikan bahwa para Kepala Bagian Keuangan (*Corporate Chief Financial Officers*) percaya bahwa kebijakan dividen mempengaruhi harga saham. Satu faktor yang menyebabkan masalah kebijakan dividen adalah kemungkinan efek pajak. Kesimpulan yang diambil menyatakan bahwa pasar saham *Citizens Utilities* mengindikasikan adanya kebijakan pajak mempengaruhi harga pasar.

Jensen dan Johnson (1995) melakukan studi dengan 268 observasi yang terdiri dari 218 kasus penurunan dividen dan 50 kasus pengabaian dividen, dengan data keuangan yang diperoleh dari Compustat. Studi ini menemukan bahwa penurunan dividen akan diikuti dengan penurunan pengeluaran-pengeluaran perusahaan pada aktiva tetap serta biaya penelitian dan pengembangan, menjual aktiva tetap lebih banyak, mengurangi karyawan dan mengurangi aktivitas keuangan eksternal. Tindakan ini dapat merusak posisi kompetitif jangka panjang perusahaan dalam industrinya dan dapat menjelaskan tanggapan negatif atas suatu perolehan penurunan dividen.

Cruthley dan Hansen (1989) melakukan penelitian atas 603 sampel perusahaan. Data Compustat dari tahun 1981 sampai tahun 1985. Hasil penelitian ini mendukung penjelasan teori keagenan atas bagaimana manajer perusahaan menentukan kepemilikan saham biasanya, tingkat utang perusahaan, dan dividen perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham biasa manajer berhubungan terbalik dengan tingkat diversifikasi saham biasa. Tingkat kepemilikan, tingkat utang dan dividen dipilih secara berpasangan oleh manajer untuk mengendalikan biaya keagenan.

Huberman (1990) melakukan penelitian dengan mengkonstruksikan model intertemporal atas saham-saham perusahaan yang diperdagangkan investor. Maksud dari penelitian ini adalah untuk menunjukkan kebijakan dividen dalam mempengaruhi kesejahteraan investor dan harga saham jika biaya transaksinya mahal, namun hasilnya bertentangan. Walaupun biaya transaksi dimasukkan dalam model penelitian ini, pembayaran dividen tidak berpengaruh pada kesejahteraan *Shareholder Preferences and dividend Policy* dengan membangun teori alternatif antara prosedur-prosedur dan distribusi kas dari perusahaan kepada pemegang saham. Walaupun ada perlakuan istimewa pajak atas capital gain untuk investor individu, hasil menunjukkan bahwa mayoritas pemegang saham perusahaan dapat mendukung pembayaran dividen untuk distribusi yang kecil. Pada distribusi yang besar, suatu pembelian kembali saham di pasar terbuka sepertinya lebih disukai oleh mayoritas pemegang saham dan ini didominasi oleh tender offer.

Kale dan Noe (1990) melakukan penelitian dengan menyajikan model dua periode dimana dividen menandakan stabilitas arus kas perusahaan, ditampilkan bahwa perusahaan dengan arus kas lebih

stabil akan membayar dividen yang lebih besar, kondisi *ceteris paribus*, peningkatan laba perusahaan yang akan dicapai perusahaan untuk menerbitkan modal dan membayar biaya penjamin. Model signaling ini digunakan untuk memperoleh pengujian empiris perbandingan statis atas tingkat dividen dengan mematuhi karakteristik-karakteristik perusahaan yang diteliti seperti beta perusahaan, komponen tidak sistematis atas varian arus kas, harapan tingkat laba, biaya penerbitan surat berharga dan tujuan-tujuan manajemen.

Mars dan Merton (1987) mengembangkan suatu model proses dividen pasar modal secara keseluruhan. Hasil penelitian menyatakan bahwa dividen secara keseluruhan dapat menunjukkan perilaku sistematis time series yang memberikan bukti bahwa teori perusahaan tertentu yang ketat atas dividen (*dividen puzzle*).

Kao dan Wu, 1994 (dalam Sugiarto, 1997) melakukan penelitian dengan sampel yang dipilih berdasarkan kriteria pemilihan tertentu (*purposive sampling method*) sebanyak 454 perusahaan. Data diambil dari Compustat untuk periode tahun 1965 sampai tahun 1986. Penelitian ini merupakan perluasan dari penelitian Mars dan Merton (1987). Hasilnya menandakan bahwa perubahan dividen merefleksikan perubahan laba yang diharapkan. Terdapat bukti bahwa efektifitas *dividend signaling* bergantung pada karakteristik khusus perusahaan dan berhubungan terbalik dengan risiko sistematis perusahaan, pembiayaan modal eksternal, dan ukuran perusahaan serta berhubungan positif dengan investasi bersih dan tingkat perataan dividen.

### Hipotesis

Perusahaan yang membayarkan dividen relatif tinggi maka Laba ditahan relatif rendah sehingga proporsi menggunakan modal sendiri rendah,

dengan demikian pertumbuhan modal *sendiri* juga rendah. Semakin tinggi pembayaran dividen maka jumlah Laba ditahan semakin rendah yang berarti jumlah modal sendiri semakin rendah. Demikian juga sebaliknya semakin kecil pembayaran dividen maka semakin besar pertumbuhan modal sendiri. *Return on Equity (ROE)* akan digunakan untuk menambah modal sendiri sebagai proksi dari teori dividen sisa yang menyatakan bahwa suatu perusahaan akan membayar dividen hanya jika dana-dana internal tidak seluruhnya digunakan untuk tujuan investasi. Perusahaan yang sedang tumbuh pesat membutuhkan investasi besar sehingga perusahaan tersebut berusaha untuk membagi dividen serendah mungkin atau terdapat hubungan negatif (Myers dan Majluf, 1984). Melihat faktor-faktor yang dianggap mempengaruhi *dividend payout* dan laju pertumbuhan modal sendiri sesuai dengan kondisi di Indonesia, variabel penelitian yang digunakan antara lain: *Return On Assets*, *Return on Equity*, laba ditahan (*retained earning*) dan *agency cost*. Dengan demikian pembayaran dividen mempunyai pengaruh timbal balik dengan pertumbuhan modal sendiri karena faktor-faktor yang mempengaruhinya sama. Oleh karena itu, hipotesis pertama adalah pembayaran dividen (*dividend payout*) mempunyai pengaruh timbal balik dengan pertumbuhan modal sendiri.

*Return on Assets* mempunyai pengaruh positif terhadap pembayaran *dividend* (*dividends payout*). Semakin tinggi laba bersih maka pembayaran dividen akan semakin besar. Oleh karena itu, hipotesis kedua adalah *Return on Assets* mempunyai pengaruh positif terhadap pembayaran *dividend* (*dividends payout*)

*Agency Cost* merupakan biaya keagenan karena adanya pendanaan modal sendiri dan hutang. Semakin tinggi *Agency cost* maka semakin semakin kecil pembayaran dividen, sehingga *Agency Cost*

mempunyai pengaruh negatif terhadap pembayaran dividen (*dividends payout*). Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis ketiga adalah *Agency Cost* mempunyai pengaruh negatif terhadap pembayaran dividen (*dividends payout*)

Pertumbuhan modal sendiri merupakan perkalian antara Laba ditahan dengan *Return On Equity* sehingga semakin tinggi *Return On Equity* maka semakin besar pula tingkat pertumbuhan modal sendiri. Semakin besar laba yang ditahan maka semakin besar proporsi modal sendiri yang berarti ada pertumbuhan modal sendiri. Dengan demikian laba ditahan mempunyai pengaruh positif terhadap pertumbuhan modal sendiri. Hipotesis keempat adalah Laba ditahan mempunyai pengaruh positif terhadap pertumbuhan modal sendiri.

*Return On Equity* mempunyai pengaruh positif terhadap tingkat pertumbuhan modal sendiri, karena laba yang diperoleh dan ditahan ini akan menambah jumlah modal sendiri, dengan demikian tingkat pertumbuhan modal sendiri akan meningkat. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis kelima adalah *Return on Equity* mempunyai pengaruh positif terhadap pertumbuhan modal.

## **METODA PENELITIAN**

### **Seleksi sampel, Data dan Sumber Data**

Menurut Cooper dan Emory (1995), *purposive sampling* adalah teknik untuk menentukan sampel penelitian dengan beberapa pertimbangan tertentu yang bertujuan agar data yang diperoleh nantinya bisa lebih representatif. Adapun kriteria dalam pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

1. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan industri manufaktur yang listing dan aktif di BEI dan yang telah memberikan laporan bulanan maupun tahunan dalam kurun waktu 2011-2015.

2. Kriteria aktif berdasarkan surat edaran BEI No. SE-03/BEI II-I/1994 yang menyatakan bahwa saham dinilai aktif jika frekuensi perdagangan selama tiga bulan sebanyak 75 kali atau lebih.
  3. Perusahaan yang dijadikan sampel adalah kelompok perusahaan antara lain industri: food & beverages, tobacco product, textile, apparel & other textile product, lumber & wood product, paper & allied product, chemical & allied products, adhesive, plastics & glass products, tire, cement, metal product, cable, electronic, automotive, pharmaceuticals, consumer good, dan other manufacturing.
  4. Sampel diambil dari 100 emiten pada semua kelompok perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang memenuhi kriteria tertentu. Kriteria tersebut antara lain: membayarkan dividen, mempunyai Laba ditahan, mengalami pertumbuhan modal sendiri, dan mengeluarkan biaya keagenan dalam kurun waktu 2011-2015.
  5. Dari 100 sampel tersebut, setelah diseleksi terdapat 72 sampel yang memenuhi kriteria seperti disyaratkan.
- Data yang diambil adalah data sekunder yang diterbitkan secara bulanan dan tahunan oleh PT Bursa Efek Indonesia dan Badan Pengawas Pasar Modal antara lain: IDX Fact book, IDX statistik bulanan dan tahunan. Perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen kas dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2015, laporan keuangan tahunan perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia, terdiri dari neraca, perhitungan rugi/laba.

#### Identifikasi dan Pengukuran variabel

Variabel endogen dalam penelitian ini terdiri dari dua variabel yaitu: a) Pembayaran Dividen (*dividen payout*), yang

merupakan rata-rata dari *Dividend Payout Ratio* tahun 2011-2015; b) Tingkat pertumbuhan modal sendiri yang diukur dari nilai logaritma *Equity* yaitu merupakan nilai logaritma akhir tahun dibagi logaritma awal tahun. Adapun variabel eksogen (*exogenous variable*) dalam penelitian ini terdiri dari empat variabel antara lain:

- a. Laba dengan proksi ROE, yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari investasi yang ditanamkan, dengan perumusan:  

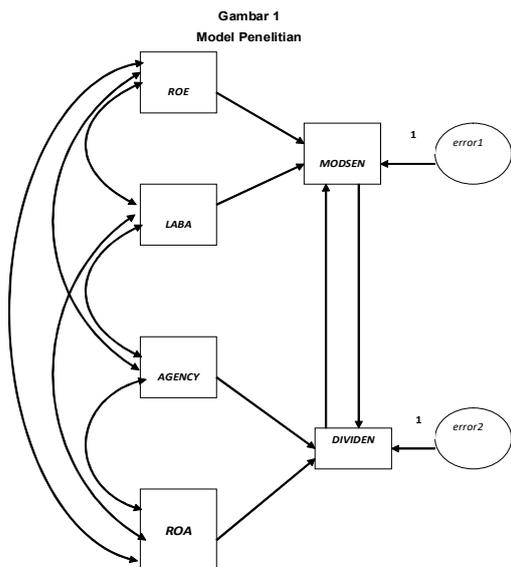
$$ROE = EAT/EQUITY$$
- b. Laba dengan proksi ROA, yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari investasi yang ditanamkan, dengan perumusan:  

$$ROA = EAT/TOTALACTIVA$$
- c. Laba ditahan dengan proksi *plowback ratio*, yaitu merupakan tingkat laba yang ditahan dengan perumusan:  

$$B = \text{"LABA DITAHAN" / EAT}$$
- d. *Agency Cost* dengan proksi *net plant* dibagi dengan total aset yang digunakan untuk mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham dengan pemegang obligasi, dengan perumusan seperti di bawah ini.

#### Model Penelitian

Untuk menguji apakah terdapat pengaruh timbal balik antara pembayaran dividen dan pertumbuhan modal sendiri perusahaan, maka digunakan model persamaan struktural. Analisis ini mengestimasi beberapa persamaan regresi yang terpisah tetapi saling berhubungan secara bersamaan (*simultaneously*). Tingkat kesesuaian yang disarankan untuk indikator AGFI 0.90 atau lebih (Arbuckle, 1997). Adapun model penelitian yang diajukan disajikan pada gambar 1.



**Keterangan gambar:**

Jumlah observed variable sebanyak 6 antara lain terdiri dari:

1. Observed endogenous yaitu modal sendiri (MODSEN) dan pembayaran dividen (DIVIDEN).
2. 4 observed exogenous yaitu Return on Equity (ROE), Laba ditahan (LABA) Agency Cost (AGENCY), dan Return on Assets (ROA).

1 Unobserved exogenous terdiri dari disturbance term (error 1 dan error 2)

Gambar 1 tersebut apabila dibuat perumusan hipotesis dalam persamaan adalah sebagai berikut:

$$Y_1 = \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha Y_2$$

$$Y_2 = \alpha_3 X_3 + \alpha_4 X_4 + \alpha Y_1$$

**Keterangan:**

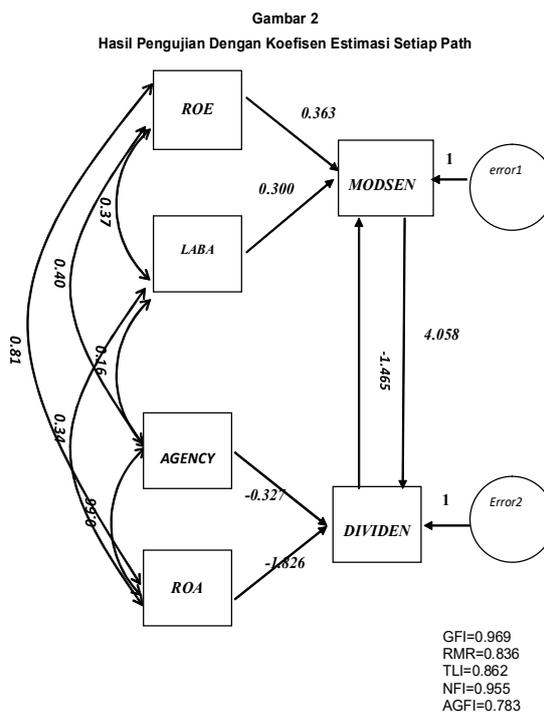
- X : Variabel eksogen
- Y : Variabel Endogen
- A : Konstanta
- $Y_1$  : Pembayaran Dividen (Dividen Payout)
- $Y_2$  : Pertumbuhan Modal Sendiri
- $X_1$  : Return on Assets (ROA)
- $X_2$  : Agency (Agency Cost)
- $X_3$  : Return On Equity (ROE)
- $X_4$  : Laba Ditahan (Plowback Ratio)

**HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh timbal balik antara pembayaran dividen (*dividen payout*) dan pertumbuhan modal sendiri. Di samping itu, penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui hubungan dan pengaruh dari faktor-faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen dan pertumbuhan modal sendiri pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang listing sejak tahun 2011 di Bursa Efek Indonesia.

Hasil pengujian model ditunjukkan dalam Gambar 2 berikut:

Gambar 2



Sumber: Data diolah

Untuk menentukan signifikansi setiap koefisien path tersebut dapat dilihat melalui nilai *critical ratio*. Arbuckle (1997) menyatakan bahwa koefisien path yang memiliki nilai *critical ratio* lebih besar dari 1, 96 menunjukkan bahwa koefisien path tersebut signifikan pada taraf 5 %. Nilai

koefisien path dapat dilihat dalam Tabel 1 berikut:

Tabel 1  
Nilai Koefisien path dan Critical ratio

No	Variabel	Nilai Koefisien path	Nilai Critical Ratio
1	Modsen – ROE	0.363	2.643*
2	Modsen – laba	0.300	1.872
3	Dividen - Agency	-0.327	-1.391
4	Dividen - ROA	-1.826	-2.554*
5	Modsen - dividen	-1.465	-1.854
6	Dividen-modsen	4.058	-2.749*

Sumber: data diolah  
\*Signifikan of level 5%

Berdasarkan nilai koefisien path dalam tabel 1 dan melihat tingkat signifikasinya nilai critical ratio maka dapat dilihat bahwa 3 dari 6 koefisien path signifikan pada taraf 5% atau nilai *critical ratio* lebih besar dari 1.96 (Hair, 1998). Hal tersebut menunjukkan uji model berikut:

1. Variabel endogen pertumbuhan modal sendiri dengan proksi MODSEN dan variabel eksogen profitabilitas dengan proksi ROE mempunyai pengaruh positif signifikan. Hal ini bisa dilihat dari nilai koefisien path sebesar 0.363 dengan nilai critical ratio 2.643 yaitu lebih besar dari nilai yang disyaratkan 1.96 signifikan pada tingkat 5%. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Surwanti (1996) yang menemukan bahwa pengaruh return on equity terhadap tingkat pertumbuhan modal sendiri bersifat positif. Artinya bahwa setiap peningkatan variable return on equity akan disertai dengan peningkatan variabel tingkat pertumbuhan modal sendiri sebesar koefisien estimasinya.
2. Variabel endogen pertumbuhan modal sendiri dengan proksi MODSEN dan variabel eksogen laba ditahan dengan proksi LABA tidak terbukti berpengaruh signifikan. Hal ini ditunjukkan dengan nilai koefisien 0,300 dengan nilai *critical ratio* 1.872 lebih kecil dari nilai yang

disyaratkan 1.96. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Surwanti (1996) yang menemukan bahwa Laba ditahan mempunyai pengaruh positif dengan pertumbuhan modal sendiri. Artinya bahwa setiap peningkatan variabel laba ditahan akan disertai dengan peningkatan variabel tingkat pertumbuhan modal sendiri sebesar koefisien estimasinya.

3. Variabel endogen pembayaran dividen dengan proksi DIVIDEN dan variabel eksogen agency cost dengan proksi AGENCY tidak terbukti berpengaruh signifikan. Hal ini ditunjukkan oleh nilai koefisien estimasi sebesar -0.327 dengan nilai critical ratio -1.391 adalah lebih kecil dari nilai yang disyaratkan sebesar 1.96. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Alli (1985) yang menemukan bahwa terjadi hubungan positif antara *agency cost* dengan pembayaran dividen. Perbedaan hasil signifikansi dan arah hubungan antara variabel agency dengan pembayaran dividen ini menunjukkan bahwa emiten di Bursa Efek Indonesia belum memperhatikan peran dividen dalam mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham dan pemegang obligasi pada saat menentukan besarnya pembayaran dividen (*dividen payout*).
4. Variabel endogen pembayaran dividen dengan proksi DIVIDEN dan variabel eksogen profitabilitas perusahaan dengan proksi ROA mempunyai pengaruh negatif signifikan. Hal ini dapat dilihat dari besar nilai koefisien estimasi -1.826 dengan nilai critical ratio sebesar 2.554 signifikan pada tingkat 5%. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Sugiarto (1997) bahwa terjadi hubungan positif antara *return on assets* dengan

pembayaran dividen, artinya bahwa sama saja *return on assets* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen atau hubungan positif ini menunjukkan bahwa jika tingkat pengembalian investasi dari aktiva meningkat maka pembayaran dividen akan meningkat. Namun hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Efendri (1993) yang menggunakan ROE sebagai proksi dari teori dividen sisa yang menyatakan bahwa suatu perusahaan akan membayar dividen hanya jika dana-dana internal tidak seluruhnya digunakan untuk tujuan investasi. Perusahaan yang sedang tumbuh pesat membutuhkan investasi besar sehingga seharusnya perusahaan tersebut membagi dividen serendah mungkin atau berhubungan negative, sehingga hasil penelitian ini menunjukkan bahwa emiten di Bursa Efek Indonesia telah memperhatikan adanya penyisihan pembayaran dividen untuk pembayaran investasinya.

5. Variabel endogen pertumbuhan modal sendiri dengan proksi MODSEN dan variabel eksogen pembayaran dividen dengan proksi DIVIDEN tidak terbukti berpengaruh signifikan. Hal ini disebabkan karena nilai koefisien estimasi sebesar -1.465 dengan nilai critical ratio sebesar -1.854 adalah lebih kecil dari nilai yang disyaratkan sebesar 1.96. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Efendri (1993) yang menggunakan hasil pengembalian investasi yang akan digunakan untuk menambah modal sendiri sebagai proksi dari teori dividen sisa yang menyatakan bahwa suatu perusahaan akan membayar dividen hanya jika dana-dana internal tidak seluruhnya digunakan untuk tujuan

investasi. Dikatakan bahwa perusahaan yang sedang tumbuh pesat membutuhkan investasi besar sehingga seharusnya perusahaan tersebut berusaha untuk membagi dividen serendah mungkin atau hubungan negatif. Pengalaman perusahaan membagi dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi umumnya memiliki kebutuhan investasi besar sehingga pembayaran dividen rendah (Myers dan Majluf, 1984). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa di Bursa Efek Indonesia telah memperhatikan adanya penyisihan dana dari penundaan pembayaran dividen untuk pembiayaan investasinya.

6. Variabel endogen pembayaran dividen dengan proksi DIVIDEN dan variabel eksogen pertumbuhan modal sendiri dengan proksi MODSEN mempunyai pengaruh positif signifikan. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien estimasi sebesar 4.058 dengan nilai critical ratio sebesar 2.749, signifikan pada tingkat 5%. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Myers dan Majluf (1984) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif antara pembayaran dividen dengan pertumbuhan modal sendiri artinya bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi mempunyai kebutuhan investasi yang besar sehingga pembayarannya rendah. Untuk menguji tingkat kesesuaian, model penelitian ini menggunakan kriteria pengujian model sesuai yang disyaratkan Bollen, Kenneth (1989), Hair (1998), dan Arbuckle (1997). Berikut disajikan hasil Indikator Goodness of Fit Index (GFI) antara tingkat kesesuaian yang disarankan berdasarkan hasil uji model penelitian dalam Tabel 2.

**Tabel 2**  
**Hasil Indikator *Goodnes of Fit* (GFI)**

Indikator GFI	Tingkat kesesuaian Yang disarankan	Model Penelitian	Keputusan
Absolut			
P-value	<i>Min 0.50</i>	<i>0.081</i>	Diterima
GFI	<i>0.90 atau lebih</i>	<i>0.969</i>	Diterima
RMR	<i>&lt; 1</i>	<i>0.836</i>	Diterima
Incremental			
TLI		<i>0.862</i>	Marginal
NFI	<i>0.90 atau lebih</i>	<i>0.955</i>	Diterima
Parsimony			
<i>AGFI</i>	<i>0.90 atau lebih</i>	<i>0.783</i>	Marginal

Sumber: Data diolah

Model persamaan struktural digunakan dalam penelitian ini untuk menguji pengaruh timbal balik antara pertumbuhan modal sendiri dan dividen payout ratio. Berdasarkan analisis dan pembahasan di atas, hasil menunjukkan bahwa model penelitian yang diajukan terbukti memenuhi model persamaan struktural yang baik, karena Chi-square signifikan pada  $p$  sebesar 0.081. Bollen (1989) menyatakan bahwa semakin tinggi nilai probabilitas dari Chi-square suatu model maka akan semakin baik model yang diajukan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai  $p$  sebesar 0.081 adalah di atas tingkat minimum yang disyaratkan  $p$  sebesar 0.05 (Hair, 1998). Hasil rangkuman yang ditunjukkan dalam tabel 3 dapat dianalisis bahwa keenam Indikator Goodness of Fit memenuhi kriteria tingkat kesesuaian yang disarankan yaitu nilai Goodness of Fit Index sebesar 0.969, nilai Root Mean Residual sebesar 0.836, Normed Fit Index sebesar 0.955 Adjusted Goodness of Fit Index sebesar 0.783, Tucker Lewis Index (0.862), sehingga dapat diterima karena melebihi tingkat kesesuaian yang disyaratkan. Berdasarkan tabel 2 maka dapat dijelaskan bahwa  $p = 0.081 > 0.05$  secara statistik

mengindikasikan kesesuaian yang baik, melebihi tingkat nilai yang direkomendasikan yaitu sebesar 0.90 (Hair, 1998). Hal ini mengindikasikan kecocokan yang baik antara data dengan model penelitian yang diajukan.

Model persamaan struktural yang digunakan dalam penelitian ini digunakan untuk menguji pengaruh timbal balik antara pertumbuhan modal sendiri dan dividen payout ratio. Hasil analisis dan pembahasan menunjukkan bahwa model penelitian yang diajukan terbukti memenuhi model persamaan struktural yang baik. Berdasarkan hasil ulasan uji statistik maka dapat diketahui bahwa dari lima hipotesis yang diajukan terdapat tiga hipotesis yang terbukti dan dua hipotesis tidak terbukti.

## PENUTUP

### Simpulan

1. Penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis 1, hipotesis 2, dan hipotesis 5. Hal ini ditunjukkan dengan pembuktian berikut: terdapat pengaruh positif signifikan antara pembayaran dividen dengan proksi DIVIDEN terhadap pertumbuhan modal sendiri

dengan proksi MODSEN, terdapat pengaruh negatif signifikan antara profitabilitas dengan proksi ROA terhadap pembayaran dividen dengan proksi DIVIDEN, terdapat pengaruh positif signifikan antara pembayaran dengan proksi ROE terhadap pertumbuhan modal sendiri dengan proksi MODSEN.

2. Penelitian ini tidak berhasil membuktikan hipotesis 3, dan hipotesis 4. Hal ini ditunjukkan dengan pembuktian berikut: terdapat pengaruh negatif tidak signifikan antara agency cost dengan proksi AGENCY terhadap pembayaran dividen dengan proksi DIVIDEN, terdapat pengaruh positif tidak signifikan antara retention rate dengan proksi LABA terhadap pertumbuhan modal sendiri dengan proksi MODSEN.
3. Penelitian ini berhasil menguji tingkat kesesuaian secara menyeluruh. Hal ini bisa ditunjukkan dengan Indicator Gogness of Fit 0,969 yang memenuhi kriteria tingkat kesesuaian yang disarankan 0,90. Hal tersebut mengindikasikan adanya kesesuaian yang baik antara data dengan model penelitian yang diajukan.

#### **Keterbatasan dan Saran**

1. Pemakaian variabel dalam penelitian ini hanya berdasarkan pada kelengkapan data yang tersedia di Bursa Efek Indonesia, sehingga kemungkinan tidak terpenuhinya jumlah data maksimal yang diperlukan.
2. Penelitian ini masih memiliki kelemahan dan keterbatasan maka diperlukan penelitian selanjutnya dengan mengambil jumlah sampel yang lebih banyak. Variabel pembayaran dividen perlu dimasukkan atribut untuk mengelompokkan ukuran perusahaan manufaktur ke dalam perusahaan manufaktur besar dan perusahaan manufaktur kecil. Sampel yang lebih banyak dan memasukkan atribut tambahan, serta adanya pengklasteran akan mampu mengelompokkan perusahaan-perusahaan menjadi perusahaan skala besar dan kecil. Hal tersebut penting dilakukan untuk mengetahui apakah bagi perusahaan dengan skala kecil sebaiknya membagikan dividennya atau tidak, atau sebaliknya apakah perusahaan manufaktur dalam skala besar tingkat pertumbuhan modal sendirinya meningkat atau tidak.

---

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Alli, Khan and Ramires (1985), "The Impact of Initiating Dividend Payment on Shareholders Wealth", *Journal of Business*, pp 56.
- Arbuckle, J. (1997). Amos Users' Guide version 3,6, *Small Warters Corporation*.
- Brigham, Eugene F. (1996), *Intermediate Financial Management, Tifh Edition, The Dryden Press*.
- Cooper R.D. And Emory C.W. (1995), *Business Research Methods, Fifth Edition, USA:Irwin*
- Crutchley and Hansen (1989), "A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends", *Journal of Finance, March*.
- Efendri (1993), "Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Dividen di Bursa Efek Jakarta", Tesis Tidak Diterbitkan, Program Megister Sains Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.

- Ghozali, Imam (2011), Model Persamaan Struktural Konsep dan Aplikasi dengan Program Amos 19,0, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hair. J F, Jr., R.E. Anderson, R.I., Tatham and W.C. Black (1998), Multivariate data Analysis: with Readings, Indianapolis, Fifth Edition: Macmillan Publishing Company.
- Hansen, Kumar and Shome (1994), "Dividend Policy and Corporate Monitoring: Evidence from the regulated"
- Horne (1986), *Financial Management and Policy*, Tenth Edition, Prentice Hall International Edition.
- Huberman (1990), "Dividend Neutrality with Transaction Cost", *Journal of Financial Economic*, 21.
- Jensen and Johnson (1995), "The Dynamic of Corporate Dividend Reductions", *Journal of Finance*, May.
- Indonesia Stock Exchange, Fact Book (2011 s/d 2015)
- \_\_\_\_\_, IDX Statistic (2011 s/d 2015)
- \_\_\_\_\_, IDX Monthly (2011 s/d 2015)
- Kale and Noe (1990), "Dividend, Uncertainty, and Underwriting Costs Under asymmetric Information", *Journal of Finance*, December.
- Laporan Keuangan Bursa Efek Indonesia (2015)
- Marsh and Merton (1987), "Dividend Behavior for The Aggregate Stock Market". *Journal of Finance*, March.
- Myers. S and Majlul (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, Vol 39, July.
- Papaioanou and Savarese (1994), "Corporate Dividend Policy Response to the Tax Reform Act of 1986", *Journal Of Financial Economic* 5.
- Schall, Lawrence D., and Charles W. Haley (1983), *Introduction to Financial Management*, Third edition, New York: Mc Graw Hill Inc.
- Sterk and Vadenberg (1990), "The Market valuation of Cash Dividends and The Tax Differential Theory of Dividend Policy; A Case Revisited" *Journal of Financial Economics* 32.
- Sugiarto, E. (1997), "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio" Tesis Tidak Diterbitkan, Program Magister Sains Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Surwanti, A., 1996, "Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi Pertumbuhan Modal Sendiri Pada Bursa Efek Jakarta", Tesis Tidak Diterbitkan, Program Magister Sains Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Weston J. Copelan (1991), *Essentials of Managerial Finance*, New York: The Driden Press.