



## **PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* (IOS) TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN BUMN GO PUBLIC**

Anggi Angga Resti<sup>1)</sup>, Budi Purwanto<sup>2)</sup>, Wita Juwita Ermawati<sup>3)</sup>

<sup>1</sup>anggianggaresti@gmail.com, <sup>2</sup>budipurwanto@apps.ipb.ac.id, <sup>3</sup>wiet\_07@yahoo.com

<sup>1, 2, 3</sup>Fakultas Ekonomi dan Manajemen, Institut Pertanian Bogor

### ***Abstract***

*This research to determine the effect of dividend policy and Investment Opportunity Set (IOS) on the firm performance on state-owned enterprises (SOE) go public listed in the Indonesia Stock Exchange. The population in this study are all state-owned enterprises (SEO) go public listed on the Indonesia Stock Exchange in 2013-2017 as many as 20 companies. The method used is purposive sampling, with the number of samples observed as many as 13 companies. The data used in study is secondary data in the form of financial statements. The Structural Equation Modeling (SEM) was applied in this study to determine the effect of dividend policy and Investment Opportunity Set (IOS) on firm performance. The result shows that dividend policy has positive significant impact on the firm performance and Investment Opportunity Set (IOS) has not significant impact on the firm performance.*

**Keywords :** *Dividend Policy, Firm Performance, Investment Opportunity Set.*

## **PENDAHULUAN**

### **Latar Belakang**

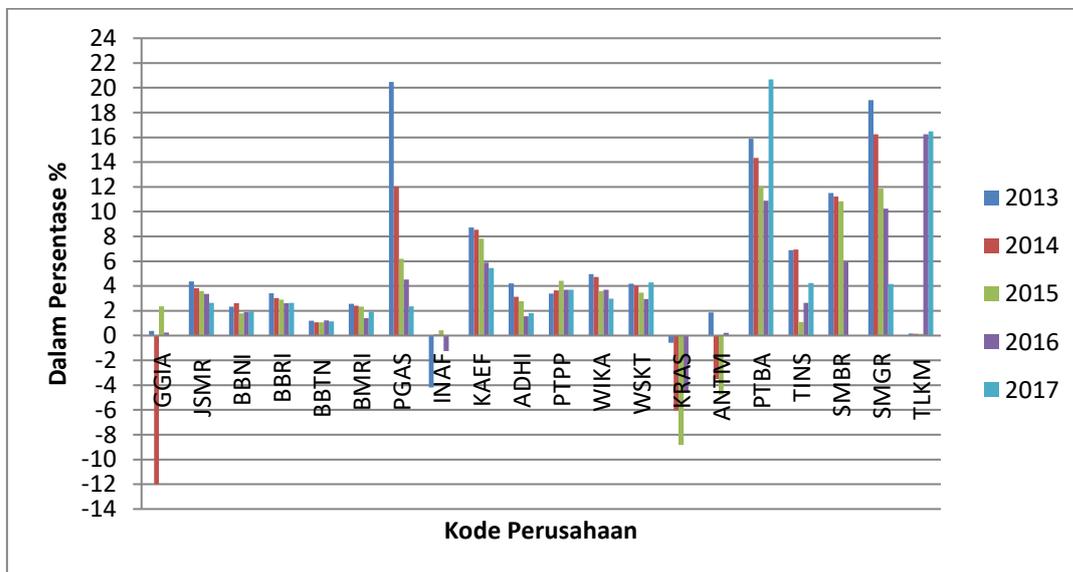
Kinerja BUMN menunjukkan penurunan pada tahun 2014 hingga tahun 2016 namun telah menunjukkan perkembangan yang positif pada tahun 2017. Pemerintah melalui Kementerian BUMN akan mengurangi setoran dividen BUMN kepada pemerintah pusat sebanyak Rp 9 triliun dari ketentuan sebelumnya pada APBN 2015 sebesar Rp 44 triliun, dasar pertimbangan pemerintah ialah agar BUMN memiliki dorongan internal yang lebih besar untuk membangun perusahaannya dan diharapkan keuangan perusahaan menjadi semakin sehat. Efek kebijakan tersebut akan mendorong BUMN semakin giat melakukan ekspansi bisnisnya (Sindonews, 2015).

Tabel 1 Gambaran Kinerja Kementerian BUMN

Tahun	Penerimaan Dividen	Aset	Laba	Ekuitas
2013	34	4.216	117	963
2014	40	4.577	148	1.091
2015	37	5.449	147	1.763
2016	34	6.325	166	2.235
2017	43	7.233	172	2.398

Sumber: Laporan Kinerja Kementerian BUMN tahun 2015-2017 (Rp dalam Triliun)

Tabel 1 menunjukkan gambaran adanya perkembangan positif kinerja perusahaan BUMN. Pada tahun 2015 terdapat kebijakan pemerintah untuk meningkatkan peran BUMN sebagai *agent of development* dalam rangka mendukung program prioritas pemerintah (Nawa Cita) terutama dalam bidang kedaulatan energi, kedaulatan pangan, serta pembangunan infrastruktur dan maritim maka pemerintah menerapkan kebijakan *pay out ratio* untuk mendukung penguatan permodalan BUMN. Pendapatan dari kekayaan negara yang dipisahkan pada tahun 2013 sebesar Rp 33,0 triliun, tahun 2014 Rp 40,3 triliun, tahun 2015 Rp 37,6 triliun, tahun 2016 Rp 37,1 triliun dan tahun 2017 sebesar Rp 41,0 triliun atau lebih tinggi 10,0 persen dari rata-ratanya pada periode 2013-2016 (LKP Kementerian BUMN 2017). Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba akan menarik para investor untuk menanamkan modalnya, sebaliknya tingkat profitabilitas yang rendah akan menyebabkan para investor menarik dananya dari perusahaan.



Gambar 1 Kinerja ROA 20 perusahaan BUMN

Gambar 1 menunjukkan bahwa kinerja profitabilitas 20 perusahaan BUMN *go public* berbeda-beda, dari 9 sektor secara umum dapat dilihat adanya kesamaan pada tahun 2014-2016 bahwa *Return of Asset* (ROA) cenderung menurun sedangkan pada tahun 2017 ROA cenderung meningkat. Dividen yang tidak dibagikan kepada pemegang saham atau laba ditahan digunakan perusahaan BUMN untuk melakukan investasi perusahaan, dengan adanya peluang kesempatan investasi perusahaan BUMN yang besar

terdapat pada proyek-proyek yang telah direncanakan oleh pemerintah maka kinerja perusahaan yang positif dapat dijadikan sebagai bagian dari evaluasi atas efektifitas pengelolaan perusahaan yang dapat dipertimbangkan oleh para investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan BUMN sehingga dengan adanya tambahan dana investasi tersebut program proyek dapat tumbuh dan berkembang. Hal tersebut telah dapat menggambarkan bahwa kebijakan dividen yang telah dilakukan oleh pemerintah serta adanya kesempatan peluang investasi oleh perusahaan BUMN akan menunjukkan adanya hasil yang positif bagi kinerja perusahaan BUMN.

Penelitian mengenai hubungan kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan dilakukan oleh Sukendro dan Ambar (2012) menunjukkan hasil bahwa kebijakan perusahaan tidak membayar dividen berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan proksi ROA berlakunya signalling theory maupun information content theory dalam kebijakan dividen namun demikian kebijakan deviden terhadap kinerja perusahaan dengan proksi ROE dan TOBINS tidak signifikan artinya bahwa baik perusahaan yang membayar dividen maupun yang tidak membayarkan dividen kinerjanya tidak berbeda dan mendukung irrelevant theory.

Penelitian selanjutnya adalah penelitian tentang pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap kinerja perusahaan, penelitian yang dilakukan oleh Marinda et al. (2014) menyatakan bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap kinerja keuangan hal tersebut disebabkan oleh nilai MVA/BVA, CAP/MVA, dan CAP/BVA yang tidak signifikan, hal ini membuktikan bahwa penambahan aktiva tidak selalu meningkatkan kinerja keuangan.

Melihat beberapa hasil penelitian yang ada terdapat adanya research gap, sehingga mendorong untuk dilakukannya pengujian lebih lanjut penelitian mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan dan pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan BUMN go public yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

### **Identifikasi Masalah**

Pemerintah menyadari masih terdapat potensi besar yang dapat dikembangkan oleh perusahaan BUMN untuk mendukung perusahaan BUMN sebagai agen pembangunan maupun sebagai unit usaha komersial. Dalam upaya pemerintah untuk meningkatkan kinerja perusahaan BUMN maka pemerintah melakukan kebijakan dengan mengurangi setoran deviden perusahaan BUMN kepada negara dan peluang kesempatan investasi melalui proyek-proyek pemerintah. Penerapan kebijakan tersebut telah dilakukan oleh perusahaan-perusahaan BUMN dan efek kebijakan tersebut mulai terlihat efektif seiring meningkatnya kinerja perusahaan pada tahun 2017 perusahaan BUMN meningkat cukup baik jika dibandingkan tahun-tahun sebelumnya.

Pemerintah masih berharap perusahaan BUMN dapat memperoleh keuntungan dengan pemanfaatan sumber daya yang dimiliki perusahaan dan dengan adanya peluang kesempatan investasi yang besar yang dimiliki perusahaan BUMN, agar investor dapat menanamkan modalnya pada perusahaan sehingga kinerja dan pertumbuhan perusahaan BUMN dapat lebih berkembang. Berdasarkan latar belakang yang telah uraian diatas, maka dapat dirumuskan (1) Menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan BUMN go public (2) Menganalisis pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan BUMN go public.

### **Tujuan Penelitian**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan dan menganalisis pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

### **Kegunaan Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi perusahaan BUMN *go public* menjadi gambaran dalam upaya meningkatkan kinerja perusahaan serta bagi pihak lain penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai referensi atau acuan dalam melakukan penelitian selanjutnya.

### **Tinjauan Literatur Dan Pengembangan Hipotesis Badan Usaha Milik Negara (BUMN)**

Dasar hukum perusahaan negara saat ini di Indonesia adalah Undang-undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara, Dalam pasal 1 Undang-Undang No.19 tahun 2003 tentang Badan Milik Negara, BUMN didefinisikan sebagai badan usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara melalui penyertaan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan. BUMN mempunyai berbagai sektor adalah sektor pertanian, keuangan, manufaktur, perkebunan, transportasi, pertambangan, listrik, telekomunikasi, perdagangan dan konstruksi. Sampai dengan akhir tahun 2017 terdapat 119 perusahaan Badan Usaha Milik Negara, 20 diantaranya merupakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Kinerja adalah suatu usaha yang dilakukan oleh perusahaan untuk mengevaluasi efisien dan efektivitas dari kegiatan perusahaan yang telah dilaksanakan pada periode waktu. Kinerja perusahaan dipengaruhi oleh manajerial dalam hal kebijakan dividen yaitu keputusan keuangan yang dilakukan oleh perusahaan setelah perusahaan melakukan kegiatan dan memperoleh keuntungan, serta pada keputusan pendanaan sebagai keputusan yang dilakukan oleh manajer keuangan terkait dengan bagaimana langkah pembiayaan investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan (Aminati dan Nurul 2016). Untuk dapat melangsungkan hidupnya, perusahaan harus berada dalam keadaan yang menguntungkan, 20 perusahaan BUMN *go public* pada tahun 2014-2017 menunjukkan kecenderungan profitabilitas yang mulai positif, dengan adanya keuntungan maka akan baik bagi perusahaan untuk mendapatkan modal dari pihak luar. Profitabilitas merupakan hasil bersih dari keputusan perusahaan dan sejumlah kebijakan perusahaan dengan memperoleh laba yang maksimal sesuai dengan yang ditargetkan, perusahaan dapat mensejahterakan para pemegang saham, karyawan, dapat melakukan investasi yang baru, dan dapat meningkatkan mutu produk perusahaan (Azmi dan Agung 2014).

### **Peluang Investasi BUMN**

Kementerian BUMN pada tahun 2017 telah berhasil melaksanakan proyek strategis nasional meliputi 15 sektor diantaranya: jalan (23 proyek), energi (12 proyek), pelabuhan (10 proyek), pengelolaan air (9 proyek), bandar udara (8 proyek), irigasi (7 proyek), semelter (6 proyek). Teknologi, perumahan, PLBN masing-masing tiga proyek. Kelautan, tanggul laut dan industri pesawat masing-masing 1 proyek (Kementerian BUMN 2017).

Kesempatan berinvestasi dipengaruhi oleh kebijakan dividen yang akan dilakukan oleh perusahaan, perusahaan yang telah lama berjalan dan melakukan aktifitas operasi dan berada pada posisi yang cukup baik dan berada pada tahap kedewasaan lebih memilih

tujuan untuk menghasilkan keuntungan dan membagikan keuntungan kepada pemilik saham dan biasanya perusahaan dalam tahap dewasa telah memiliki cadangan laba yang cukup besar yang dipergunakan untuk melakukan investasi kembali tanpa mengurangi jumlah dividen yang akan dibagikan kepada para pemilik saham (Haryetti dan Ekayanti 2012). Kumpulan kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*) adalah pilihan-pilihan investasi yang tersedia bagi individu atau perusahaan yang dapat dilakukan oleh perusahaan. Kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan mempengaruhi cara pandang manajer, pemilik, investor dan kreditor tentang nilai perusahaan (Handriani dan Tjiptowati 2015).

Set kesempatan investasi merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi (variabel laten), sehingga diperlukan proksi. Menurut Pagalung (2003) proksi set kesempatan investasi dapat diklasifikasikan ke dalam empat tipe, yaitu:

1. Proksi Berdasarkan Harga (*Price-Based Proxies*)  
Proksi menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham dan nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif akan dimiliki oleh perusahaan yang tumbuh untuk aktiva-aktiva yang dimiliki.
2. Proksi Berdasarkan Investasi (*Investment-Based Proxies*)  
Bentuk dari proksi ini adalah suatu rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau dari aktiva yang telah diinvestasikan maka diperoleh suatu hasil operasi yang diproduksi.
3. Proksi Berdasarkan Varian (*Variance Measures*)  
Proksi ini mengungkapkan bahwa suatu pilihan akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memprediksi besarnya pilihan yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva.
4. Proksi Gabungan dari Proksi Individual  
Agar dapat menghasilkan pengukuran yang lebih baik pada set kesempatan investasi, maka alternatif proksi gabungan investasi dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi individual.

### **Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen memberikan kesempatan untuk melakukan penelitian tentang bagaimana perusahaan mengelola secara bersamaan antara kepentingan pemegang saham dan kreditor. Dividen mengurangi kekhawatiran pemegang saham tentang pengambilalihan oleh para manajer, dilain pihak mengintensifkan kekhawatiran kreditor tentang pengambilalihan atas pemegang saham. Kebijakan dividen merupakan rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen. Kebijakan dividen harus diformulasikan untuk dua unsur dasar tujuan dengan memperhatikan maksimalisasi kekayaan dari pemilik perusahaan dan pembiayaan yang cukup (Pamungkas *et al.* 2017).

Manajemen harus membuat keputusan berapa besar bagian yang harus dibagikan dalam bentuk dividen. Ambarwati (2010) Kebijakan dividen adalah kebijakan yang diambil manajemen perusahaan untuk memutuskan membayarkan sebagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham daripada menahannya sebagai laba ditahan (*retained earnings*) untuk diinvestasikan kembali agar mendapatkan *capital gains*. *Capital gains* adalah keuntungan modal yang akan diperoleh pemegang saham jika menginvestasikan kembali pendapatannya dalam jangka panjang. Keputusan pihak manajemen untuk menentukan perlakuan terhadap *earning after tax* (EAT), apakah dibagikan sebagai deviden, diinvestasikan kembali, atau sebagian dibagikan sebagai dividen, sebagian lagi diinvestasikan kembali ke perusahaan itulah yang disebut

kebijakan dividen (*dividen policy*) dan persentase dividen yang dibagi dari *earning after tax* (EAT) itu disebut *dividen payout ratio* (Sugiyarso dan Winarni 2005).

Teori-teori kebijakan deviden diantaranya Menurut Brigham dan Weston (2005) adalah *Information content or signaling hypothesis* MM memperlihatkan adanya fakta yang cukup kuat bahwa perusahaan selalu enggan menurunkan dividen dan akibatnya, manajer tidak akan menaikkan dividen kecuali apabila mereka mengantisipasi laba yang lebih tinggi, atau sekurang-kurangnya laba yang stabil, di masa yang akan datang. Oleh karenanya hal ini berarti bahwa suatu kenaikan dividen yang lebih besar daripada yang diperkirakan merupakan “sinyal” bagi investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan pendapatan laba di masa depan, sedangkan penurunan dividen menandakan perkiraan laba yang rendah atau buruk. MM menegaskan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dalam pembagian dividen tidak menunjukkan bahwa investor lebih suka dividen daripada laba ditahan, perubahan harga saham hanya menunjukkan bahwa informasi penting terkandung di dalam pengumuman dividen.

### **Pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan**

Menurut Miller dan Modigliani (1961) dalam teori *signaling hypothesis* bahwa penurunan dividen umumnya akan menyebabkan harga saham mengalami penurunan dan sebaliknya kenaikan dividen seringkali diikuti dengan harga saham yang mengalami kenaikan maka pembagian dividen dapat menjadikan sinyal dari perusahaan akan laba dimasa yang akan datang (Aminati dan Nurul 2016) sedangkan berkaitan dengan teori sinyal Bhattacharya (1979) jika kebijakan perusahaan tidak membayar dividen berpengaruh terhadap kinerja perusahaan menjadi lebih buruk jika dibandingkan dengan perusahaan yang melakukan pembayaran dividen (Sukendro dan Ambar 2012).

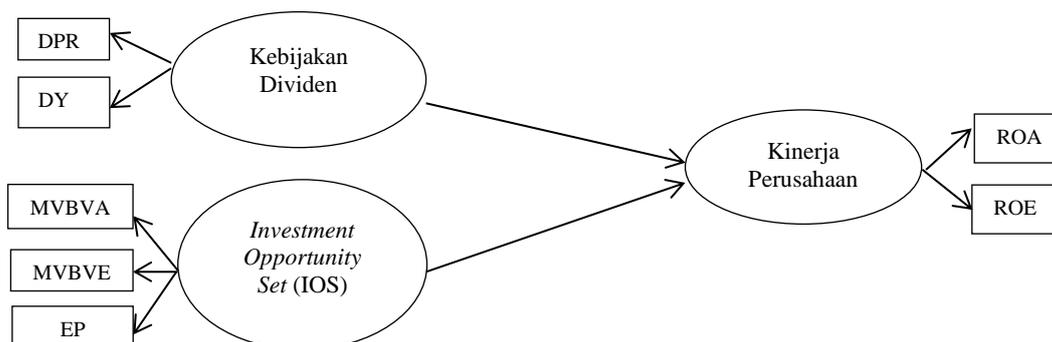
Hipotesis 1: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

### **Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap kinerja perusahaan**

Keputusan investasi yang dibuat oleh manajemen akan mempengaruhi cara pandang investor dan pemilik perusahaan sehingga dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Pengaruh IOS terhadap kinerja perusahaan didasarkan pada *signaling theory* dimana perusahaan yang memiliki IOS tinggi akan berpeluang untuk menghasilkan laba yang besar di masa yang akan datang sehingga investor akan memberikan sinyal yang positif terhadap perusahaan.

Hipotesis 2 : *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh terhadap kinerja perusahaan

Kerangka pemikiran penelitian dikembangkan dalam model. Pada Gambar 2 disajikan kerangka awal struktur SEM penelitian yang akan dijadikan sebagai acuan peneliti untuk melakukan konfirmasi model.



Gambar 2 Model Awal Penelitian

### Metode Penelitian

Penelitian ini hendak menguji seberapa besar pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan dan seberapa besar pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap kinerja perusahaan. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan BUMN *go public* di BEI. Teknik pengambilan sample menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sampel yang dipilih (1) Perusahaan BUMN *go public* yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2017 yang tidak pernah *delisting* maupun *relisting* selama periode tersebut (2) Perusahaan yang membagikan dividen pada tahun 2013-2017 (3) Perusahaan memiliki laporan keuangan secara lengkap berkaitan dengan variabel penelitian pada tahun 2013-2017. Sample penelitian yang digunakan sebanyak 13 perusahaan dan jenis data sekunder bersifat kuantitatif, sedangkan sumber penelitian diperoleh dari laporan keuangan perusahaan, *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), BEI atau pada website perusahaan.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari variabel bebas (*independent variable*) sebagai variabel yang mempengaruhi atau menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependent. Variabel bebas yaitu kebijakan dividen diproksikan oleh DPR dan DY dan variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) diproksikan oleh MVBVA, MVBVE, dan EP. Sedangkan yang menjadi variabel terikat (*dependent variable*) adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas yaitu kinerja perusahaan yang diproksikan oleh ROA dan ROE.

### Kebijakan Dividen

#### a. *Dividen payout Ratio* (DPR)

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk membagi dividen tunai dengan mempertimbangkan jumlah laba ditahan dan ketersediaan kas perusahaan. Kebijakan dividen diproksikan dengan *Dividen Payout Ratio* (DPR) (Yendrawati dan Feby 2013).

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen perlembar Saham}}{\text{Laba perlembar Saham}} \times 100 \%$$

b. *Dividen Yield (DY)*

Rasio ini mengukur semakin tinggi rasio ini maka berarti semakin besar dividen yang mampu dihasilkan dengan investasi tertentu pada saham (Agustin *et al.* 2013). *Dividend Yield* dapat dihitung sebagai berikut:

$$DY = \frac{\text{Dividen Per Share (DPS)}}{\text{Share Price}} \times 100 \%$$

**Investment Opportunity Set (IOS)**a. *Market to Book Value of Assets (MVBVA)*

Proksi ini digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya aset yang digunakan dalam menjalankan usahanya. Bagi para investor, proksi ini menjadi bahan pertimbangan dalam penilaian kondisi perusahaan. Semakin tinggi MVBVA semakin besar aset yang digunakan perusahaan dalam usahanya, maka semakin besar kemungkinan harga sahamnya akan meningkat, return saham pun meningkat (Anugrah 2009).

$$MVBVA = \frac{\text{Aset - Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Closing Price})}{\text{Total Aset}} \times 100 \%$$

b. *Market to Book Value of Equity (MVBVE)*

Proksi ini menggambarkan permodalan suatu perusahaan. Penelitian terhadap kemampuan perusahaan dalam mendapatkan dan mengelola modal menjadi suatu hal yang penting bagi para investor yang akan melakukan pembelian saham perusahaan. Apabila suatu perusahaan dapat memanfaatkan modalnya dengan baik dalam menjalankan usaha, maka semakin besar kemungkinan harga saham perusahaan tersebut diperkirakan meningkat, return saham pun akan meningkat (Anugrah 2009).

$$MVBVE = \frac{\text{Jumlah Lembar Saham Beredar} \times (\text{Closing Price})}{\text{Total Ekuitas}} \times 100 \%$$

c. *Earning per Share / Price Ratio (E/P)*

Menggambarkan seberapa besar *earning power* yang dimiliki perusahaan. Semakin besar tingkat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan maka semakin menarik investasi pada perusahaan tersebut. Hal ini akan berdampak positif terhadap *return* saham (Anugrah 2009).

$$E/P = \frac{\text{Laba Per Lembar Saham}}{\text{Closing Price}} \times 100 \%$$

**Kinerja Perusahaan**a. *Return On Asset (ROA)*

Proksi ini digunakan untuk mengukur efektivitas pemakaian total sumber daya oleh perusahaan. Kemampuan perusahaan secara keseluruhan didalam menghasilkan laba

dengan jumlah keseluruhan aktiva yang tersedia didalam perusahaan. Semakin tinggi rasio maka semakin baik keadaan suatu perusahaan (Marinda *et al.* 2014).

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}} \times 100 \%$$

b. *Return On Equity (ROE)*

Proksi ini digunakan untuk mengukur pengembalian nilai buku kepada pemilik perusahaan. Semakin tinggi *return* yang diperoleh semakin baik kedudukan pemilik perusahaan (Marinda *et al.* 2014).

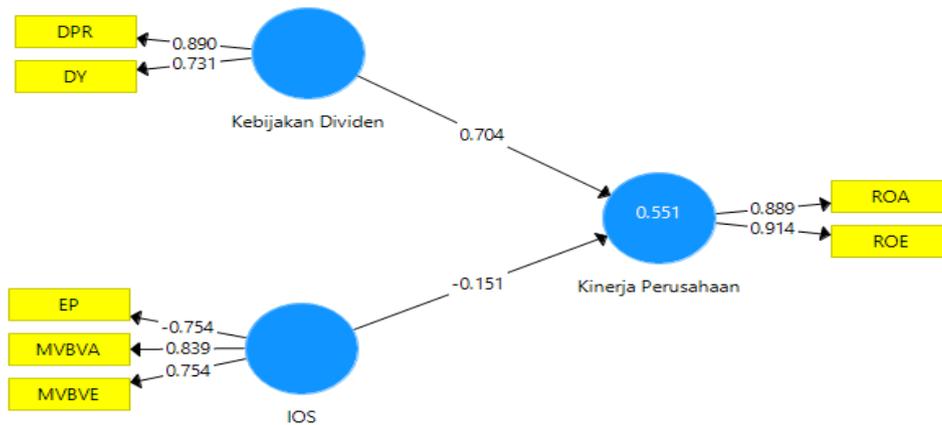
$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100 \%$$

Pengolahan dan analisis data dilakukan menggunakan *Structural Equation Modeling* (SEM). Pengolahan data pada penelitian ini menggunakan software smart PLS (*Partial Least Square*) 3.0 sebagai alat uji model pada penelitian ini, dengan teknik analisis jalur (*Path Analysis*). Langkah-langkah dalam melakukan pengujian hipotesis penelitian dengan mengolah data yang telah diperoleh untuk menguji hubungan variabel-variabel dan melihat signifikansi hubungan tiap-tiap variabel dan model secara keseluruhan. Analisis data diperlukan untuk menguji hipotesis, sehingga dapat diketahui pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan dan pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap kinerja perusahaan.

## PEMBAHASAN

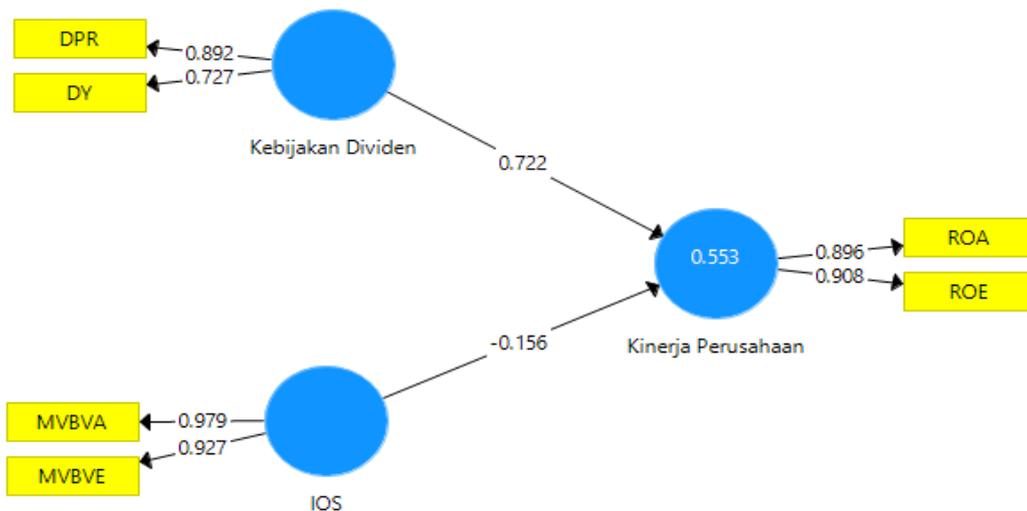
### 1. Tahap Evaluasi Outer Model

Pengujian outer model dilakukan untuk memastikan bahwa *measurement* yang digunakan layak untuk dijadikan pengukuran (*valid* dan *reliable*). Kriteria pengujian didasarkan pada Ghazali (2014). Uji yang dilakukan pada outer model yaitu *convergent validity*, *discriminant validity* dan *unidimensional validity* (Hussein 2015). *Convergent validity* dilakukan dengan melihat nilai loading faktor pada variabel laten dengan indikatornya masing-masing, dalam penelitian ini adalah indikator reflektif. Nilai loading faktor yang diharapkan adalah diatas 0.70 jika nilai loading berada dibawah 0.70 maka harus dikeluarkan dari model.



Gambar 3 Hasil analisis model awal penelitian

Gambar 3 menunjukkan bahwa hanya indikator EP (-0.754) memiliki nilai loading faktor dibawah 0.70 maka indikator EP harus dikeluarkan dari model yang tidak terdapat nilai loading faktor dibawah 0.70 ditunjukkan pada Gambar 4.



Gambar 4 Hasil setelah *dropping* variabel EP

Gambar 4 menunjukkan bahwa semua indikator pada model valid sebagai indikator konstruk. EP tidak valid merefleksikan IOS perusahaan BUMN hal ini tidak sesuai dengan teori seberapa besar *earning power* yang dimiliki perusahaan semakin besar tingkat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan maka semakin menarik investasi pada perusahaan tersebut (Anugrah 2009).

Selain dari nilai loading faktor, *convergent validity* juga dapat dilihat dari *Average Variance Extracted* (AVE), nilai AVE yang diharapkan sebesar 0.50. Pada penelitian nilai AVE masing-masing konstruk yaitu IOS (0.909), kebijakan dividen (0.662), dan kinerja perusahaan (0.814) sudah berada diatas 0.5 maka dapat dikatakan tidak adanya permasalahan *convergent validity* selanjutnya uji *discriminat validity* dengan membandingkan nilai kuadrat AVE dengan nilai korelasi antar konstruk.

Tabel 2 Analisis *discriminant validity criteria* nilai akar kuadrat AVE

	IOS	Kebijakan Dividen	Kinerja Perusahaan
<i>Investment Opportunity Set (IOS)</i>	<b>0.953</b>		
Kebijakan Dividen	-0.028	<b>0.814</b>	
Kinerja Perusahaan	-0.176	0.727	<b>0.902</b>

Sumber: Hasil olahan data dengan Smart PLS (2018)

Berdasarkan tabel 2 terlihat bahwa nilai akar kuadrat AVE masing-masing konstruk lebih besar dari korelasi masing-masing konstruk. Metode lain yang digunakan untuk menguji *discriminant validity* yaitu dengan melihat dari tabel *cross loading* dengan cara membandingkan nilai loading pada konstruk yang dituju harus lebih besar dibandingkan dengan nilai loading konstruk lainnya.

Tabel 3 Analisis *discriminant validity* kriteria cross loading

	IOS	Kebijakan Dividen	Kinerja Perusahaan
DPR	-0.036	<b>0.892</b>	0.695
DY	-0.004	<b>0.727</b>	0.458
MVBVA	<b>0.979</b>	-0.036	-0.202
MVBVE	<b>0.927</b>	-0.012	-0.109
ROA	-0.168	0.634	<b>0.896</b>
ROE	-0.150	0.677	<b>0.908</b>

Sumber: Hasil olahan data dengan Smart PLS (2018)

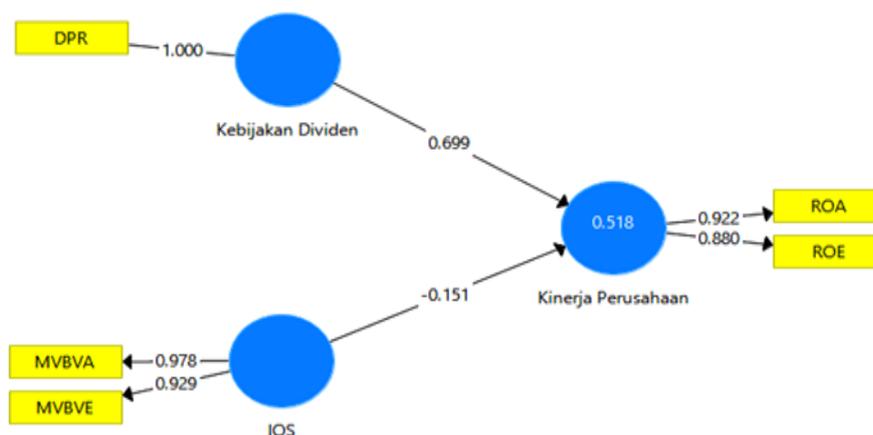
Berdasarkan tabel 3 menunjukkan bahwa nilai *cross loading* dari masing-masing indikator terhadap konstruksya lebih besar dari nilai *cross loading*nya, maka dapat dikatakan bahwa tidak terdapat permasalahan *discriminant validity*. Langkah uji *unidimensional validity* selanjutnya dengan menggunakan indikator *composite reliability* dan *cronbach's alpha* dengan titik *cut off value* untuk *composite reliability* sebesar 0.70 dan untuk *cronbach's alpha* sebesar 0.60.

Tabel 4 Analisis *unidimensional validity*

	<i>Cronbach's Alpha</i>	<i>Composite Reliability</i>
<i>Investment Opportunity Set</i>	0.908	0.952
Kebijakan Dividen	<b>0.506</b>	0.662
Kinerja Perusahaan	0.771	0.814

Sumber: Hasil olahan data dengan Smart PLS (2018)

Tabel 4 menunjukkan bahwa seluruh konstruk dalam model sudah memiliki *composite reliability* lebih dari 0.70 akan tetapi pada nilai *cronbach's alpha* kebijakan dividen dengan nilai 0.506 dibawah 0.60 dengan demikian salah satu indikator pada kebijakan dividen harus ada yang dikeluarkan yaitu DY (0.727) karena memiliki nilai *loading factor* lebih rendah dari indikator DPR (0.892). Setelah indikator DY dikeluarkan dari model, pengujian dilakukan kembali untuk memastikan bahwa model sudah valid. Langkah pengujian model awal dilakukan kembali hingga langkah seterusnya uji *convergent validity* dengan melihat *loading factor* diatas 0.70.



Gambar 5 Hasil analisis model akhir

Analisis model (Gambar 5) menunjukkan bahwa seluruh indikator sudah memiliki nilai *loading factor* diatas 0.70 artinya indikator-indikator tersebut valid sebagai indikator dalam mengukur konstruk. Nilai AVE masing-masing konstruk berada diatas 0.5. IOS (0.910), kebijakan dividen (1.000) dan kinerja perusahaan (0.812). maka dapat dikatakan tidak ada permasalahan *convergent validity* pada model. Selanjutnya uji *discriminant validity* dengan membandingkan nilai akar kuadrat AVE dengan nilai korelasi antar konstruk.

Tabel 5 Analisis model akhir kriteria akar kuadrat AVE

	IOS	Kebijakan Dividen	Kinerja Perusahaan
<i>Investment Opportunity Set</i> (IOS)	<b>0.954</b>		
Kebijakan Dividen	-0.036	<b>1.000</b>	
Kinerja Perusahaan	-0.176	0.704	<b>0.901</b>

Sumber: Hasil olahan data dengan SmartPLS (2018)

Tabel 6 Analisis *discriminant validity* model akhir kriteria *cross loading*

	IOS	Kebijakan Dividen	Kinerja Perusahaan
DPR	-0.036	<b>1.000</b>	0.704
MVBVA	<b>0.978</b>	-0.039	-0.201
MVBVE	<b>0.929</b>	-0.027	-0.114
ROA	-0.168	0.695	<b>0.922</b>
ROE	-0.149	0.562	<b>0.880</b>

Sumber: Hasil olahan data dengan SmartPLS (2018)

Tabel 6 menunjukkan bahwa *cross loading* dari masing-masing indikator terhadap konstraknya lebih besar dari nilai *cross loading*nya. Maka dapat dikatakan indikator konstruk laten mampu memprediksi dengan lebih baik dari pada konstruk lainnya. Dapat dikatakan tidak terdapat permasalahan *discriminant validity*. Selanjutnya uji *unidimensional validity* dengan menggunakan *indikator composite reliability* dan *cronbach's alpha*.

Tabel 7 Analisis *unidimensional validity*

	<i>Cronbach's Alpha</i>	<i>Composite Reliability</i>
Investment Opportunity Set	0.908	0.953
Kebijakan Dividen	1.000	1.000
Kinerja Perusahaan	0.771	0.896

Sumber: Hasil olahan data dengan Smart PLS (2018)

Tabel 7 menunjukkan bahwa seluruh konstruk dalam model memiliki nilai *composite reliability* dari 0.70 dan *Cronbach's Alpha* 0.60 sehingga tidak terdapat permasalahan *reliabilitas* atau *unidimensionality* yang dibentuk.

### Evaluasi Inner Model

Pengujian inner model dilakukan untuk memastikan bahwa model struktural yang dibangun robust dan akurat. Pengujian dilakukan dua kriteria yaitu  $R^2$  dari variabel laten endogen dan estimasi koefisien jalur (Ghozali 2014). Berdasarkan hasil output dapat disimpulkan bahwa R square sebesar 0.518 berarti model regresi memiliki tingkat *goodness fit* yang baik yang berarti variabilitas kinerja perusahaan yang dapat dijelaskan oleh kedua variabel dalam model yaitu kebijakan dividen dan IOS 51.8 % sedangkan 48.2 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam model penelitian.

Tabel 8 Hasil pengujian *bootstrapping inner model*

Pengaruh	Origine Sample	T Statistik	P Values
IOS – Kinerja Perusahaan	-0.151	1.887	0.060
Kebijakan Dividen – Kinerja Perusahaan	0.699	9.027	0.000

Sumber: Hasil olahan data dengan Smart PLS (2018)

Pengujian hipotesis dilakukan dengan melihat probabilitas dan t statistiknya nilai probabilitas, nilai p-value dengan alpha 5% adalah  $< 0.05$ . Nilai t tabel untuk alpha 5% adalah 1,96. Sehingga kriteria penerimaan hipotesa adalah ketika t-statistik  $> t$  tabel. Hasil *Path Coefficients* menunjukkan bahwa variabel IOS terhadap kinerja perusahaan memiliki nilai p value  $> 0.05$  sedangkan kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan p value  $< 0.05$  maka dapat ditarik kesimpulan hasil *dirrect effect* yang telah diperoleh bahwa pengaruh IOS terhadap kinerja perusahaan tidak signifikan dengan p value sebesar 0.060 dan pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan signifikan sebesar 0.000. Dan dengan melihat *origine sample* IOS ternyata berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan sedangkan kebijakan dividen ternyata berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

## KESIMPULAN

Hipotesis pertama menghasilkan kesimpulan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Dengan keputusan manajemen membagikan dividen dengan mempertimbangkan dari jumlah laba ditahan telah direspon baik oleh para investor atau pemilik perusahaan sehingga perusahaan mampu mengelola laba ditahan dengan baik dan dapat menghasilkan *return* kepada pemilik perusahaan sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Hipotesis kedua menunjukkan hasil IOS tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, adanya kesempatan investasi yang

ada diperusahaan tidak memberikan dampak terhadap kinerja perusahaan, seharusnya dengan IOS yang tinggi dimiliki perusahaan dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Dapat diambil kesimpulan hanya kebijakan dividen yang berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan BUMN *go public*. Saran untuk penelitian selanjutnya adalah dapat menggunakan variabel independent dan indikator-indikator lainnya, pemilihan sampel yang diteliti lebih diperbanyak sehingga dihasilkan penelitian yang lebih kompleks.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Agustin AL, Handayani. 2013. Analisis Rasio Keuangan Untuk Menilai Kinerja Keuangan Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Semen Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*. Vol 2, No.1.
- Ambarwati, Sri DA. 2010. *Manajemen Keuangan Lanjut*. Edisi Pertama, Cetakan Pertama. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Aminati R, Nurul W. 2016. Pengaruh Kebijakan Deviden, Hutang, *Corporate Governance* Terhadap Kinerja Perusahaan *Consumer Goods*. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*. ISSN: 2461-0593. Vol 5, No.8.
- Anugrah ADP. 2009. Analisis Pengaruh *Investment Opportunity Set (IOS)* Terhadap Return Saham Perusahaan Sektor Manufaktur. *Jurnal Universitas Gunadarma*.
- Azmi MN, Agung L. 2014. Analisis Pengaruh Profitabilitas dan IOS Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Ilmu Manajemen*. Vol 2, No.3.
- Bhattacharya S. 1979. *Imperfect Information, Dividend Policy, and the "Bird in the Hand Fallacy"*, *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, [spring]: 259-270.
- Brigham EF, Weston FJ. 2005. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Jakarta: Erlangga.
- Ghozali, Imam. 2014. *Structural Equation Modeling Metode Alternatif Dengan Partial Least Squares (PLS)*. Edisi 4. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Handriani EI, Tjiptowati EI. 2015. *Investment Opportunity Set (IOS)* Berbasis Pertumbuhan Perusahaan dan Kaitannya Dengan Upaya Peningkatan Nilai Perusahaan. ISSN 1979-6471. Vol XVIII, No. 1.
- Haryetti, Ekayanti RA. 2012. Pengaruh Profitabilitas, *Investment Opportunity Set* dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan LQ-45 Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Ekonomi*. Vol 20, No.3.
- [LKIP]. 2016 dan 2017. Kementerian BUMN: Laporan Kinerja Kementerian BUMN. Diakses dari <https://www.bumn.go.id>. Diakses : 25 Juli 2017.

- Marinda F, Moch Dzulkirom AR, Muhammad S. 2014. Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) Dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan (Studi pada Perusahaan Sektor Properti dan *Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013). *Jurnal Administrasi Bisnis* (JAB). Vol 14, No.1.
- Miller MH, Modigliani F. 1961. *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*. *Journal of Business*. Vol 34, 411-433.
- Pagalung G, 2003. Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 6, No.3.
- Pamungkas N, Ruserlistyani, Isnatul J. 2017. Pengaruh *Return on Equity, Debt to Equity Ratio, Current Ratio, Earning Per Share dan Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Analisa Akuntansi dan Perpajakan*. Vol 1, No.1.
- [Sindonews]. 2015. Energi BUMN: pengurangan dividen dan PMN. Diakses dari <https://www.nasional.sindonews.com>. Diakses : 24 Juli 2017.
- Sugiyarso G, Winarni F. 2005. *Manajemen Keuangan*. Penerbit Media Presindo. Yogyakarta.
- Sukendro J, Ambar. 2012. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kinerja Perusahaan Di Indonesia. CBAM-FE UNISSULA. Vol 1, No.1.
- Yendrawati R, Feby RA. 2013. Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS) Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Inovasi dan Kewirausahaan*. Vol 2, No.1.