

PERILAKU OPORTUNISTIK MANAJERIAL, KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN MEDIASI PROFITABILITAS

Oleh:
Muhamad Umar Mai¹

ABSTRACT

This study aims to examine the influence of managerial opportunistic behavior on dividend policy, either directly or through an intervening variable as a profitability. The population of this research is the manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange with the observation period starting in 2001 until the year 2007. Data collection method used was purposive sampling, and obtained as many as 154 sample firms. Furthermore, testing of all hypotheses in this study used path analysis through Amos program package 16.0.

Results showed that: 1) managerial opportunistic behavior as proxy for business risk (systematic risk) have a positive effect and significant on profitability; 2) profitability and managerial opportunistic behavior with a proxy of debt to asset ratio have a positive influence and significant on dividend policy; and 3) profitability does not mediate the relations of causality between managerial opportunistic behavior and dividend policy.

Keywords: *Managerial Opportunistic Behaviour, profitability, Divident policy, firm size, debt to assets ratio, systematic risk, return on equity dan dividend payout ratio.*

I. PENDAHULUAN

Pemegang saham adalah pemilik dari sebuah perseroan terbatas, dan mereka memiliki saham karena menginginkan pengembalian atas dana yang diinvestasikannya itu. Pemegang saham kemudian 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 dari pengelolaan keuangan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan atau meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, 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 mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen dan Smith, 1994; Fama dan French, 1998). Manajemen keuangan menyangkut

¹ Dosen Politeknik Bandung

penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, pendanaan, dan kebijakan deviden. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimumkan nilai perusahaan, dengan demikian keputusan-keputusan tersebut saling berkaitan satu dengan lainnya (Mbodja dan Mukhrejee, 1994; dan Qureshi, 2006).

Amihud dan Lev (1981) yang 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 tergantung pada nilai pasar perusahaan, di pihak lain, kesejahteraan manajer sangat tergantung 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 sulit dan merupakan tantangan bagi para ahli ekonomi keuangan. Tiga dekade yang lalu, Black (1976) menyatakan bahwa semakin kuat kita memperhatikan gambaran tentang dividen, maka 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 penelitian tentang hubungan langsung antara dividen dan nilai perusahaan sampai saat ini hasilnya masih ambigu (Jensen dan Smith, 1994). Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna dan perilaku rasional dari para investor, menemukan 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 praktek di pasar secara nyata, ditemukan bahwa kebijakan dividen nampaknya menjadi permasalahan. Muncul beberapa studi empiris yang menolak *dividend irrelevance theory* dan mendukung *bird-in-hand theory* sebagai suatu teori relevansi dividen dari Lintner (1962), Gordon (1963), dan Sterk dan Vandenberg (1990).

Tax preference theory menyatakan bahwa rendahnya *dividend payout ratio* menjadikan rendahnya tingkat pengembalian yang disyaratkan dan pada gilirannya akan meningkatkan penilaian terhadap saham-saham perusahaan (Brennan, 1970). Peneliti-peneliti seperti Litzenberger dan Ramaswamy (1982), Poterba dan Summers, (1988), dan Barclay (1987) telah menyajikan bukti empiris dalam mendukung argumentasi pengaruh pajak. Sedangkan yang lainnya, seperti Black dan Scholes (1974), Miller

dan Scholes (1982), serta Morgan dan Thomas (1998) mempunyai temuan yang bertentangan dengan itu dan menyediakan penjelasan yang berbeda.

Pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring perusahaan (Crutchley et al., 1999), artinya ketika terjadi peningkatan pembayaran dividen, maka 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 mana 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 di atas menunjukkan bahwa kebijakan dividen diputuskan oleh para manajer korporasi yang cenderung bersifat oportunistik, mereka bekerja bukan untuk meningkatkan nilai perusahaan atau mensejahterakan pemilik perusahaan. 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 dan kebijakan dividen?

II. LANDASAN TEORI DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

A. Hubungan Tingkat *Leverage* dengan Profitabilitas

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

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

B. 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, maka hipotesis yang dapat diajukan dalam hal ini adalah sebagai berikut:

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

C. Hubungan Risiko Bisnis dengan Profitabilitas

Teori keagenan berasumsi bahwa pemegang saham dan manajer, keduanya menginginkan suatu tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi yang telah dilakukan. 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, maka hipotesis yang dapat diajukan dalam hal ini adalah sebagai berikut:

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

D. 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 yang 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; U.S.A., Kanada, *United Kingdom*, Jerman, Prancis dan Jepang bahwa *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen. Hedensted dan Raaballe (2007) menyimpulkan bahwa pembayaran dividen adalah secara positif berhubungan dengan *return on equity*. Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 4: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan.

E. Hubungan Tingkat Leverage dengan 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*. Sedangkan studi yang 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, maka hipotesis yang dapat diajukan dalam hal ini adalah sebagai berikut:

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

F. 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 U.S.A, 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* adalah berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen tunai. Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka

yang telah diuraikan di atas maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

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

G. Hubungan Tingkat Risiko Bisnis dengan Pembayaran Dividen

Kowalewski, et al (2007) menemukan bukti bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih berisiko dan berhutang, lebih menyukai membayar *dividends* yang rendah. Chen dan Steiner (1999) menyatakan bahwa risiko berhubungan negatif dengan kebijakan dividen. Hartono (2000) menemukan bukti bahwa dividen yang tinggi berarti perusahaan lebih banyak menggunakan *debt* dalam membiayai investasinya, untuk menjaga struktur modal optimalnya. *Leverage* yang tinggi 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 dalam berinvestasi (Miller, 1977). Berdasarkan uraian di atas, 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.

Konsekuensi ditematkannya profitabilitas atau ROE sebagai variabel intervening, maka penelitian ini mengajukan hipotesis mediasi. Adapun hipotesis mediasi yang dimaksudkan dapat dikemukakan sebagai berikut:

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

III. METODOLOGI PENELITIAN

A. Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, mulai tahun 2001 sampai dengan tahun 2007. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut: (1) menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2000 sampai tahun 2007; (2) perusahaan tersebut membagikan dividen tunai. Selanjutnya, berdasarkan pada kriteria pemilihan sampel tersebut, dan atas pertimbangan untuk mendapatkan data yang berdistribusi normal secara multivariat, maka diperoleh sebanyak 154 sampel perusahaan.

B. Metode Analisis Data

Pengujian terhadap seluruh hipotesis dalam penelitian ini menggunakan *path analysis* melalui paket program Amos 16,0. Tetapi, penelitian ini hanya menggunakan koefisien regresi yang diperoleh dari hasil analisis jalur (*path analysis*) untuk menguji hipotesis-hipotesis yang diajukan.

C. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Penjelasan tentang definisi operasional variabel, pengukuran variabel, dan indikator dari variabel yang digunakan dalam penelitian ini, selanjutnya dapat disajikan pada Tabel 1, sebagai berikut:

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

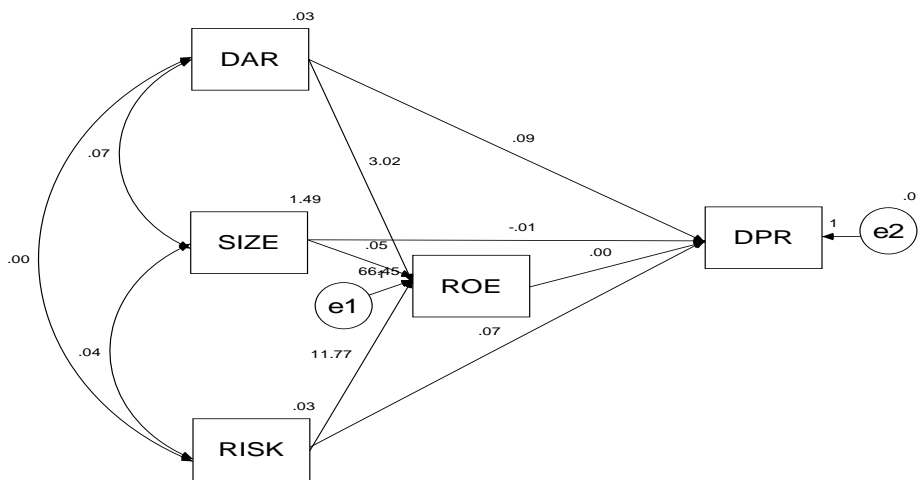
IV. HASIL PENELITIAN

A. Diagram Hasil Analisis Jalur

Gambar 1 berikut adalah diagram analisis jalur (*path analysis*) hasil analisis data yang menggunakan paket program Amos 16.0. Memuat koefisien-koefisien regresi dan korelasi dari variabel-variabel yang terlibat dalam model penelitian ini.

Gambar 1

Diagram Hasil *Path Analysis*: Perilaku Oportunistik Manajerial, Kebijakan Dividen, dan Mediasi Profitabilitas



Sumber: dikembangkan untuk studi ini

B. Penilaian Kelayakan Model

Berdasarkan hasil pengujian terhadap kelayakan model penelitian ini, selanjutnya dapat disajikan ringkasan hasil evaluasi kriteria *goodness of fit* tersebut, yang disajikan dalam Tabel 1, sebagai berikut:

Tabel 1
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	3,421	Nilai χ^2 tabel dengan df 5 adalah 11,0705. Nilai <i>chi-square</i> hitung sebesar 3,421 adalah lebih kecil.
Probability	$\geq 0,05$	0,142	Baik sekali
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

Goodness of fit Index	Cut-off Value	Hasil Model	Keterangan
<i>Incremental Fit Measures</i>			
AGFI	≥ 0,90	0,953	Baik sekali
TLI	≥ 0,95	0,936	Cukup Baik
CFI	≥ 0,95	0,994	Baik sekali
NFI	≥ 0,90	0,972	Baik sekali

Tabel 1 di atas menunjukkan bahwa *goodness of fit* dari model penelitian ini adalah layak untuk menguji hipotesis-hipotesis yang diajukan. Berdasarkan pada Gambar 1 dan *regression weights* pada *output* hasil analisis data, 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)

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

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

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

Berdasarkan pada 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, yang berarti suatu pengaruh positif tetapi tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 1, yang menyatakan bahwa tingkat *leverage* berpengaruh positif terhadap profitabilitas yang dicapai perusahaan, **tidak dapat diterima**. Temuan ini menolak 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) dan Klein et al. (2002) yang menemukan bukti bahwa terdapat hubungan negatif antara tingkat *leverage* dengan *profitability*.

Persamaan struktural 1 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 menolak Hall dan Weiss (1967) yang membuktikan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif dengan perilaku oportunistik manajerial. Temuan ini juga tidak mendukung hasil studi 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 1 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, maka tidak akan terjadi masalah keagenan. Ketika para manajer tidak berperilaku oportunistik, maka mereka akan melakukan investasi pada proyek-proyek yang lebih berisiko untuk mendapatkan proyek-proyek investasi yang menguntungkan, yaitu investasi dengan *net present value* positif.

D. 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 0,002 dan nilai *sig-t* 0,010, suatu pengaruh 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 (2008) 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* 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 dan Smith (1994) 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 memperlihatkan bahwa pengaruh *Firm Size* (SIZE) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) ditunjukkan dengan nilai koefisien regresi -0,008 dan nilai *sig-t* 0,237, pengaruh negatif dan tidak signifikan. Dengan demikian hipotesis 6, yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan, **tidak dapat diterima**. Hasil studi ini menolak hasil penelitian Papadopoulos dan Charalambidis (2007) di *Athens Stock Exchange* dan Al-Malkawi (2007) di Jordania yang membuktikan bahwa *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen. Studi ini juga tidak menemukan cukup bukti untuk mendukung hasil penelitian Hedensted dan Raaballe (2008) di Denmark dan Naceur,

Goaied, 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 et al. (1995); Casey, Anderson, Mesak, dan Dickens (1999) yang menemukan bukti bahwa *Systematic Risk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

E. 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 2

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 2 di atas, dapat diketahui bahwa: 1). Nilai koefisien pengaruh langsung DAR terhadap DPR adalah sebesar 0,085. Sedangkan, pengaruh DAR secara tidak langsung (melalui ROE) terhadap DPR adalah sebesar 0,0061; 2). Nilai koefisien pengaruh langsung SIZE terhadap DPR adalah sebesar -0,008. Sedangkan, pengaruh SIZE secara tidak langsung (melalui ROE) terhadap DPR adalah sebesar 0,0001; 3). Nilai koefisien pengaruh langsung RISK

terhadap DPR adalah sebesar 0,072. Sedangkan, pengaruh RISK secara tidak langsung (melalui ROE) terhadap DPR adalah sebesar 0,0235. Dengan demikian hipotesis 8 yang menyatakan bahwa profitabilitas akan memediasi hubungan kausalitas antara perilaku oportunistik manajerial dengan kebijakan dividen, **tidak dapat diterima**.

V. KESIMPULAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

A. Kesimpulan

Berdasarkan pada hasil analisis, maka 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 terbaik yang ditargetkan.

B. Keterbatasan Penelitian

Perilaku oportunistik manajerial dalam penelitian ini diproksi dengan variabel *Debt to Assets Ratio*, *Firm Size*, dan *Systematic Risk*. Sedangkan, menurut Bethel dan Julia (1993) manajer termotivasi untuk menanamkan modal pada aspek pertumbuhan dan penurunan risiko melalui diversifikasi walaupun tindakan tersebut tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Sejalan dengan itu, studi Grant, Jamine dan Thomas (1988) menunjukkan bahwa strategi diversifikasi yang tidak terfokus (*unrelated diversification*) nampaknya lebih disukai untuk mengurangi risiko kebangkrutan dari pada 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.

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.
- 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 Policies', *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, No. 4, pp. 4-19.
- Bhattacharya, Prasad S., and Michael Graham (2007), "Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland". *Working Paper 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 effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journals of Financial Economics*, Vol. 1: pp. 1-22.
- Brigham, Eugene F. and Houston Joel F. (2006), "*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Jilid 1*". Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Edisi Kesepuluh, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Bethel, J.E. dan Julia Liebeskind (1993), "The Effect of Ownership Structure on Corporate Structuring". *Strategi management Journal*, Vol. 14: pp. 15 – 31.
- Brennan, Michael (1970), "Taxes, Market Valuation dan Corporate Financial Policy". *National Tax Journal*, pp. 417-427.
- 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 R.W. Masulis (1980), "Leverage and Dividend Policy Irrelevancy Under Corporate and and Personal Taxation". *The Journal of Finance*, Vol. 35, No. 2: pp. 453-464.
- 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 Paper*, 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 and Personal Taxation". *The Journal of Finance*, Vol. 35, No. 2: pp. 453-464.
- 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.
- Dennis, D. J. and Osobov, I., 2008. Why do firms pay dividend? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89, 62-110.
- Fama, Eugene F dan 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”*. Cambridge, United States: Harvard University.
- Gordon, M.J. (1963), “Optimal Investment and Financing Policy“. *Journal of Finance*, 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 Paper*, 1-22.
- Hedensted, J. S., Raaballe, J., (2008), “Dividend Determinants in Denmark”, School of Economics and Management, University of Aarhus, Denmark.
- Jensen, Michael C dan 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 & 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. 44, pp.243–269.
- Litzenberger, R., dan Ramaswamy, K. (1982), “The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects of Information Effect?”, *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 429-444.
- Mann, Steven V. and Neil W. Sicherman (1991), “The Agency Cost of Free cash flow :Acquisition and Equity Issues”. *Journal of Business*, Vol. 64, No. 2: pp. 231– 226.

- 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.
- Mbodja, M. dan Mukherjee, Tarunk (1994), "An Investigation Into Causality Among Firms' Dividend, Investment, & Financing Decision". *Journal of Financial Research*, pp. 517 – 530.
- Miller, M. H., and F. Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, Vol. 34: pp. 411-433.
- Miller M. (1977), "Debt and Taxes" *Journal of Finance*, Vol. 32, pp.: 261-275.
- Miller, M., dan 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* 22, 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.
- 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.
- 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.

- Poterba, J.M. dan Summers, L.H. (1998), "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications." *Journal of Financial Economics*, Vol. 22. pp. 27-60.
- Qureshi, Muhammad Azeem (2006), "System dynamics modelling of firm value". *Journal of Modelling 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 Paper*, London Business School, pp. 1-42.
- Sterk, W. E., dan 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 Acquiringn Firm Shareholders Wealth". *Financial Management*, Winter: pp. 36-46.
- Wright, Peter dan Ferris, Stephen P. (1997), "Agency Conflict & Corporate Stategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic Management Journal*. Vol. 18: pp. 77-83.