

**DETERMINATION OF DIVIDEND POLICY AND CAPITAL STRUCTURE
IN STATE-OWNED ENTERPRISES IN INDONESIA 2015-2018**

Intan Diane Binangkit¹, Siti Rodiah²

^{1&2}Universitas Muhammadiyah Riau

E-mail: intandianebinangkit@umri.ac.id

ABSTRACT

The research objective is to determine the influence of agency and investment on dividend policy in state-owned companies, to see the effect of agency, dividend, and investment policies on the capital structure of state-owned companies during 2015-2018. Hypothesis testing in this study will use the Partial Least Square (PLS) technique with the application used is WarpPLS 6.0. PLS aims to predict the effect of independent and dependent variable and explain the theoretical relationship between the second variable. This study found that 1) Agency costs have an impact but insignificant on dividend policy in state-owned companies; 2) Investment quality has an effect but minor on dividend policy in state-owned companies; 3) Agency costs have an impact but minor on capital structure in state-owned companies; 4) Investment quality has a significant effect on the capital structure of state-owned companies; 5) Dividend policy has a substantial impact on the capital structure of state-owned companies; 6) Dividend policy is not able to mediate the effects of agency costs on capital in state-owned companies, and 7) Dividend policy is not able to moderate the influence of investment quality on the capital structure of state-owned.

Keywords: *Dividend Policy; Capital Structure; BUMN*

**DETERMINAN KEBIJAKAN DIVIDEN DAN STRUKTUR MODAL PADA
PERUSAHAAN BUMN DI INDONESIA TAHUN 2015-2018**

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh biaya keagenan dan investasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN, untuk mengetahui pengaruh biaya keagenan, kebijakan dividen dan investasi terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN selama 2015-2018. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini akan menggunakan teknik Partial Least Square (PLS) dengan aplikasi yang digunakan adalah WarpPLS 6.0. PLS bertujuan memprediksi pengaruh variabel independen pada dependen dan menjelaskan hubungan teoritikal di antara kedua variabel. Penelitian ini menemukan bahwa 1) Biaya keagenan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN; 2) Kualitas Investasi berpengaruh namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN; 3) Biaya keagenan berpengaruh namun tidak signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN; 4) Kualitas Investasi berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN; 5) Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN; 6) Kebijakan dividen tidak mampu memediasi pengaruh biaya keagenan terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN; dan 7) Kebijakan dividen tidak mampu memediasi pengaruh kualitas investasi terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN.

Kata kunci: Kebijakan Dividen; Struktur Modal; BUMN

PENDAHULUAN

Keputusan untuk melakukan investasi merupakan salah satu keputusan fundamental dari manajemen bisnis. Keputusan investasi adalah keputusan untuk berinvestasi pada aktiva riil seperti peralatan, tanah dan keterampilan (*know-how*) (Myers, 2001). Bagi manajer, pertumbuhan perusahaan setelah investasi diharapkan dapat meningkatkan kompensasi yang diterima. Bagi pemegang saham peningkatan profit perusahaan dapat meningkatkan jumlah dividen yang diterima. Keputusan investasi tersebut akhirnya akan mempengaruhi kesejahteraan manajer dan pemegang saham.

Pengaruh dari *financial leverage* pada keputusan investasi perusahaan merupakan salah satu isu utama dalam *corporate finance*. Hal ini dimulai dengan adanya perdebatan teori keuangan dalam menjelaskan hubungan tersebut. Isu perdebatan teori tersebut mulai berkembang setelah Modigliani dan Miller mengajukan proposisi bahwa struktur modal tidak relevan dengan nilai perusahaan (F. M. and M. H. Miller, 1958). Mereka mengemukakan bahwa dalam pasar modal yang bebas pajak, biaya transaksi, dan perselisihan lainnya, pemilihan struktur modal perusahaan tidak mempengaruhi penilaian pasar, karena investor dapat menentukan tingkatan *leverage* yang diinginkan dengan melakukan pinjaman atau meminjamkan dana pada *personal account* (McGee, Dowling, and Megginson, 1995).

Struktur modal telah menjadi salah satu faktor pertimbangan investasi yang cukup penting karena berkaitan dengan risiko dan pendapatan yang akan diterima investor. Teori struktur modal menjelaskan tentang pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan. Teori ini menerangkan bahwa kebijakan pendanaan perusahaan dalam menentukan rasio antara hutang dan ekuitas ialah bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Teori struktur modal adalah teori yang menjelaskan kebijakan pendanaan perusahaan hutang dan ekuitas untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Darsono, 2009). Ketika perusahaan memilih hutang sebagai sumber pendanaan maka, perusahaan juga harus mempertimbangkan kebijakan-kebijakan financial yang lain, misalnya: *debt maturity*, *priority*, apakah menggunakan *public debt* ataukah *private debt*, dan lain-lain (Barclay, Marx, and Smith, 2003).

Setiap perusahaan selalu membutuhkan modal yang cukup dalam menjalankan kegiatan operasional. Meningkatnya efektifitas penggunaan modal baik jangka pendek maupun jangka panjang dan menekan biaya modal dapat tercapai dengan bauran pendanaan yang cukup dan sesuai kebutuhan perusahaan. Jumlah modal yang besar atau kecil dapat menguntungkan maupun merugikan perusahaan. Dalam hal ini juga harus diperhatikan oleh perusahaan milik Negara (BUMN). BUMN merupakan aset negara yang mempunyai peran strategis sebagai pilar penyeimbang bersama-sama dengan badan usaha milik swasta (BUMS atau non BUMN) dalam mewujudkan pembangunan ekonomi nasional yang berkelanjutan. Sehingga dalam kegiatan operasionalnya BUMN juga harus memperhatikan strategi pendanaan dan penggunaan yang tepat. Sebab strategi yang salah berakibat fatal dalam kelangsungan perusahaan. Sejak operasionalisasi BUMN menghadapi banyak persoalan dan tantangan besar, misalnya sebagian besar BUMN menderita kerugian yang cukup signifikan karena dikelola secara tidak efisien dan produktivitas yang rendah BUMN tidak dikelola dengan prinsip-prinsip manajemen bisnis yang baik (*good corporate governance*) sebagai akibat dari campur tangan pemerintah yang terlalu besar atau dominan dalam operasional perusahaan. Perbedaan struktur modal salah satunya terlihat dari kebijakan hutang, berdasarkan aspek legal yang berlaku di Indonesia (Keputusan Mahkamah Konstitusi No. 77/PUU-IX/2011 tanggal 17 September 2012) dinyatakan bahwa BUMN adalah badan usaha yang memiliki kekayaan terpisah dari kekayaan Negara, sehingga kewenangan penyelesaian utang BUMN tunduk kepada UU Perseroan Terbatas No. 40 Tahun 2007. Dengan demikian, utang BUMN secara hukum bukan merupakan utang sektor publik. Dengan adanya peraturan ini Pemerintah memiliki kewenangan yang sangat besar dalam hal pengelolaan BUMN dan sekaligus membatasi kewenangan pengelolanya (manajemen). BUMN terbiasa mendapat fasilitas khusus dari Pemerintah. Dibandingkan perusahaan swasta, tingkat keuntungan perusahaan BUMN hanya seperempat atau seperlima dari laba perusahaan swasta sejenis. Akibatnya adalah ketidakmampuan untuk membiayai perluasan usahanya atau untuk membayar utang BUMN. Berdasarkan fakta tersebut terlihat adanya peluang perbedaan struktur modal, biaya keagenan, dan pengelolaan investasi antara perusahaan BUMN dan non BUMN.

Permasalahan dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh biaya keagenan, investasi dan kebijakan dividen terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN? Dari permasalahan tersebut, tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana pengaruh biaya keagenan, investasi dan kebijakan dividen terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN.

Penelitian ini penting dilaksanakan karena akan memberikan rekomendasi bagi para pengambil keputusan karena melihat adanya peluang perbedaan struktur modal, biaya keagenan, dan pengelolaan investasi antara perusahaan BUMN.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Dasar Struktur Modal

Kombinasi pendanaan perusahaan antara ekuitas dan hutang disebut struktur modal. Struktur modal pada dasarnya menggambarkan jenis-jenis sumber dana jangka panjang perusahaan yang digunakan untuk mendanai

kegiatan investasinya. Struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya dan dapat dilihat pada seluruh sisi kanandari neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan modalpemegang saham (Weston and Copeland, 1996).

Ada dua teori struktur modal yang mendasari keputusan sumber pendanaan yaitu teori statis (*trade-off theory*) dan *pecking order theory*. Keputusan pendanaan dengan teori statis adalah pendanaan berdasarkan struktur modal optimal, yaitu strukturmodal dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak atas penggunaanhutang terhadap biaya kebangkrutan. Tujuan dari teoristatis adalah menyeimbangkan modal sendiri dengan modal luar (Myers, 1984). Sepanjang manfaat penggunaan hutang masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila pengorbananmenggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi optimal untuk ditambah.

Perusahaan yang pasar keuangannya berkembang baik cenderung melakukan penyesuaian ke target *leverage* optimal jangka panjangnya, sementara perusahaan yang pasar keuangannya kurang efisien lebih memilih prioritas penerbitan ekuitas ketimbang mengejar rasio *leverage* optimal (Panno, 2003). *Pecking order theory* menjelaskan bahwa pendanaan didasarkan padaurutan preferensi pendanaan yang memiliki risiko terkecil, yaitu laba ditahan, hutang dan penerbitan ekuitas (Myers, 1984). Teori ini lebih memilih sumber pendanaan internal.

Pecking order theory membuktikan bahwa rasio hutangberhubungan terbalik dengan laba (Chen and Strange, 2005). Perusahaan yang mampu menghasilkan laba, lebih memilih penggunaan dana internal. Pengaruh informasi asimetris, mendorong perilaku pecking order (Pawlina and Renneboog, 2005). Perusahaan hanya akan melakukan penyesuaian strukturmodal optimal ketika tingkat hutang perusahaan diatas rata-rata tingkat hutang industrinya, sebaliknya perusahaan yang memiliki rata-rata tingkat hutang di bawah tingkat rata-rata hutang industrinya tidak mempertimbangkan penggunaan hutang sebagai prioritas utama sumber pendanaannya.

Teori Keagenan

Aspek teoritis dan empiris dari keuangan perusahaan memformulasikan biaya agensi sebagai hasil dari konflik kepentingan antara pihak manajer perusahaan dengan pihak investor luar perusahaan dan pihak kreditur (Jensen and Meckling, 1976). Biaya agensi timbul ketika suatu bagian, principal, pihak penyewa, agen bertindak sebagai principal. Biaya agensi didefinisikan sebagai jumlah dari 1) perjanjian, 2) biaya monitoring dan perjanjian dalam mengurangi biaya yang timbul karena konflik kepentingan dan 3) residual loss yang terjadi, karena tidak mungkin secara general untuk menyelesaikan kepentingan pihak agen dengan prinsipal secara sempurna.

Konsep biaya keagenan berpendapat bahwa untuk memaksimumkan nilai perusahaan, struktur modal optimal dapat diperoleh dengan mengimbangkan *the marginal agency cost of debt* dengan *the marginal agency cost of equity*. Teori ini mengasumsikan bahwa biaya keagenan penggunaan hutang meningkat sejalan dengan bertambahnya hutang (Mao, 2003). Bertambahnya hutang dapat menciptakan suatu insentif bagi pemegang saham untuk melakukan substitusi asset (*to shift risk*) atau mengurangi investasi (*to under-invest*) proyek-proyek dengan NPV positif (Mao, 2003). Kondisi inipotensi menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur. Meningkatkan penggunaan hutang yang direspon dengan *equity holders' risk-shifting incentives* akan menekan biaya agensi penggunaan hutang atau *under-investment problem*.

Teori Kontingensi

Teori kontinjensi menyatakan bahwa tidak ada sistem akuntansi manajemen yang dapat diterapkan secara universal. Keefektifan penerapan sebuah system bergantung kepada kesesuaian antara sistem tersebut dengan lingkungan dimana sistem tersebut diterapkan menekankan bahwa desain sistem pengendalian dan perencanaan adalah keadaan khusus; tidakada ketentuan umum mengenai apa yang seharusnya dilakukan dalam situasi khusus tersebut; dan ada ketidakpastian atau kontinjensi (*contingency*) dari aktivitas danteknik yang membangun sistem pengendalian dan sistem perencanaan suatuorganisasi. Para peneliti telah menerapkan teori ini pada berbagai aspek dari sistemakuntansi manajemen (Chong and Chong, 1997).

Pandangan teori kontingensi menyebutkan keberhasilan perusahaan bergantung pada kemampuan perusahaan untuk mengadaptasi lingkungan (Jones and Sharma, 2001). Dengan memahami karakteristik industri, perusahaan akan lebih mudah mengendalikan perilaku pasar produk dimana struktur modal menjadi pilihan strategiyang dapat mempengaruhi persaingan. Struktur industri memiliki implikasi penting pada rasio hutang perusahaan. Hubungan rasio hutang dengan investasi perusahaan akan signifikan ketika industri semakin terkonsentrasi. Pernyataan ini menunjuk pada struktur industri yang memoderasi hubungan kausalitas antara keputusan investasi dengan rasio hutang korporasi (Kovenock and Phillips, 1997).

Pengembangan hipotesis

Permasalahan keagenan (*agency problem*) timbul ketika pihak manajer yang memiliki informasi unggul bertindak sebagai agen untuk pemilik. Konflik ini memungkinkan pihak manager untuk mengeksploitasi ataupun mengambilalih sumberdaya bisnis yang lain, yang kalau tidak akan memberikan pengembalian (*return*) kepada pemilik (D. Miller and Breton, 2006). Keputusan keuangan, keputusan investasi dan nilai perusahaan sangat dipengaruhi oleh konflik antara pihak investor dengan pihak manager perusahaan (konflik keagenan) yang

menimbulkan biaya agensi. Salah satu ahli mengemukakan bahwa biaya agensi timbul dari ketidakseimbangan kepentingan pemilik dan manajer perusahaan, pemisahan antara pemilik dan manajer mutlak terjadi dan perlu adanya pengawasan (Jensen, 1986).

Dalam teori keagenan, masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham. Semakin tingginya *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan akan mengurangi konflik antara pemegang saham dengan sehingga perusahaan dapat membayar dividen dengan jumlah yang besar. Semakin rendah *collateralizable assets* yang dimiliki akan meningkatkan konflik antara pemegang saham dengan perusahaan, sehingga kreditor akan menghalangi untuk membayar dividen kepada pemegang saham karena piutang mereka tidak dibayar. Terdapat penelitian yang mengungkapkan bahwa semakin tinggi *collateralizable asset* makin tinggi tingkat proteksi kreditor menerima pembayaran piutang mereka, hal ini mengurangi *agency cost* antara pemegang saham dengan kreditor (Wahyudi and Baidori, 2008). Hal ini dapat dikatakan bahwa biaya keagenan memiliki hubungan yang terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis pertama dan kedua sebagai berikut:

$H_1 =$ Biaya keagenan berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN

$H_2 =$ Biaya keagenan berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN

Perusahaan dengan growth opportunities yang tinggi akan cenderung membutuhkan dana dalam jumlah besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut pada masa yang akan datang, oleh karenanya perusahaan akan mempertahankan earningnya untuk diinvestasikan kembali pada perusahaan dan pada waktu bersamaan perusahaan diharapkan akan tetap mengandalkan pendanaan melalui utang yang lebih besar (Booth et al., 2001). Selain itu, terdapat penelitian yang meneliti tentang pengaruh leverage terhadap investasi perusahaan menyimpulkan bahwa pengaruh negatif leverage terhadap investasi akan lebih kuat pada perusahaan dengan low growth opportunities daripada perusahaan dengan high growth opportunities (Loopies, 2008).

Setiap perubahan dalam kebijakan pembayaran dividen akan memiliki dua dampak yang berlawanan. Apabila dividen akan dibayarkan semua, kepentingan cadangan akan terabaikan. Sebaliknya apabila laba akan ditahan semua, maka kepentingan pemegang saham akan uang kas akan terabaikan. Pembagian dividen sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku investor yang lebih memilih dividen tinggi yang mengakibatkan retained earning menjadi rendah (E. Brigham, Gapenski, and Daves, 1999).

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis pertama dan keempat dan kelima sebagai berikut:

$H_3 =$ Investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN

$H_4 =$ Investasi berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN

Kebijakan dividen dipengaruhi oleh (1) peluang investasi, (2) campuran struktur modal, dan (3) tersedianya dana internal (Keown et al., 2010). Kebijakan dividen tergantung pada ketersediaan laba di dalam perusahaan dan juga Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang dilakukan oleh para investor. Perusahaan yang menggunakan leverage yang tinggi akan menyebabkan perusahaan tersebut akan mengurangi atau tidak menaikkan pembayaran dividennya. Berdasarkan pemikiran tersebut, kebijakan deviden memiliki keterkaitan negative terhadap leverage. Apabila dividen turun, maka leverage naik dan apabila dividen naik maka leverage turun.

Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak pemegang saham. Pada dasarnya laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Pembayaran dividen akan mengurangi modal bersih perusahaan dan untuk mempertahankan struktur modal optimal, perusahaan perlu menerbitkan sekuritas yang paling rendah risikonya, yaitu hutang (Gitosudarmo, 2002).

Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis ketiga sebagai berikut:

$H_5 =$ Kebijakan dividen berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN

METODE PENELITIAN

Penentuan Sampel dan Sumber Data

Data-data untuk penelitian ini berupa laporan keuangan (laporan tahunan) perusahaan BUMN yang merupakan emiten Bursa Efek Indonesia dari Tahun 2015-2018 yang diperoleh melalui website www.idx.co.id dan situs lain yang mendukung perolehan data penelitian ini. Berdasarkan hasil pemilihan sampel terdapat 20 perusahaan BUMN yang bergerak dalam bidang farmasi, energi, industri logam, konstruksi, perbankan, pertambangan, semen, angkutan dan prasarana angkutan serta telekomunikasi.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang dilihat dari nilai leverage. Leverage menggambarkan rasio besarnya utang dari luar untuk membiayai oprasinya

$$LEV = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Agency cost* dan *Investment*. Ada tiga kualitas investasi yang digunakan pada penelitian ini

Profitabilitas (PROF)

Profitabilitas digunakan untuk mengetahui kemampuan total aset dalam menghasilkan labayang diperoleh dari laba sebelum pajak dan total aset dengan persamaan:

$$PROF = \frac{\text{Laba Sebelum Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

Growth

Growth menggambarkan prospek pertumbuhan perusahaan dari sisi internal yakni aktivitas operasional yang digambarkan dari pertumbuhan penjualan. Dalam hal ini nilai GROWTH yang tinggi menggambarkan prospek pertumbuhan yang tinggi

$$GROWTH = \frac{\text{Total Aset}_t - \text{Total Aset}_{(t-1)}}{\text{Total Aset}_t}$$

Size

Ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel pengendali sesuai. Perusahaan besar cenderung menghindari manajemen laba untuk menghindari eksposur dari luar perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan dengan aset yang tinggi cenderung memiliki kualitas laba yang lebih baik. Ukuran perusahaan diukur dari logaritma natural total aset.

$$Size = \ln \text{ total asset}$$

Agency Cost yang digunakan pada penelitian ini meliputi:

Asset Utilization Ratio (AUR)

AUR digunakan untuk mengukur efisiensi dan efektivitas pemanfaatan aktiva dalam rangka memperoleh penghasilan yang diperoleh dari penjualan dan total aset dengan persamaan:

$$AUR = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aset}}$$

Disperition Ownership (DO)

Disperation Ownership diperoleh dari persentase saham yang dimiliki oleh suatu institusi dalam suatu perusahaan

Concentrated Ownership (CO)

Concentrated Ownership diperoleh dari persentase saham yang dimiliki oleh public pada suatu perusahaan.

Variabel mediasi pada penelitian ini adalah dividen yang dilihat dari nilai *dividen payout ratio*. *Dividen Payout Ratio* merupakan nilai yang diperoleh dari total dividen terhadap pendapatan bersih persamaan:

$$DIV = \frac{\text{Total Dividen}}{\text{Laba Bersih}}$$

Model Pengujian

Analisis statistik deskriptif ditujukan untuk memberikan gambaran mengenai demografi responden. Gambaran tersebut meliputi ukuran tendensi sentral seperti minimum, maximum, rata-rata, median, kisaran standar deviasi diungkapkan untuk memperjelas deskripsi responden.

Data akan dianalisis menggunakan *Structural Equation Modeling* (SEM), analisis ini merupakan salah satu jenis analisis multivariat (*multivariate analysis*) dalam ilmu sosial. Analisis multivariat merupakan aplikasi metode statistik untuk menganalisa beberapa variabel penelitian secara simultan atau serempak (Sholihin and Ratmono 2013). Menurut (Hair et al., 2014), tujuan penggunaan analisis multivariat dibagi kedalam dua kelompok, (1) bertujuan konfirmasi (*primarily confirmatory*), dan (2) bertujuan eksplorasi (*primarily exploratory*).

Di dalam penelitian yang akan diteliti ini, peneliti menggunakan analisis multivariat yang bertujuan konfirmasi (*primarily confirmatory*), analisis ini digunakan untuk menguji hipotesis yang akan dikembangkan berdasarkan teori dan konsep yang telah ada. Tujuan utama dari SEM adalah dapat menganalisis model secara keseluruhan (simultan). Sehingga membantu peneliti untuk dapat menyimpulkan, apakah model yang berdasarkan sebuah teori dapat didukung oleh data.

Analisis jalur untuk mengestimasi model regresi memerlukan persamaan, yaitu:

$$\begin{aligned} Y_1 &= b_1X_1 + b_2X_2 + \varepsilon \\ Y_2 &= b_3X_1 + b_4X_2 + b_5Y_1 + \varepsilon \end{aligned}$$

Keterangan :

Y_1 : Kebijakan Dividen

Y_2 : Struktur Modal

X_1 : Biaya Keagenan

X_2 : Kualitas Investasi

β : Koefisien

ε : Error term

Pengolahan data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan program aplikasi *Warp Partial Least Square* (Warp PLS) versi 6.0. PLS digunakan oleh para peneliti karena beberapa fleksibilitas yang ditawarkan. Regresi dalam PLS dapat digunakan untuk pengembangan teori, karena akan menguji dan memvalidasi model eksplorasi, tidak memerlukan ukuran sampel yang besar, dapat memperkirakan model yang kompleks dengan beberapa laten dan variabel manifes, tidak memerlukan normalitas, cocok untuk penelitian berorientasi prediksi, dan dapat menangani indikator bersifat reflektif dan formatif, serta model pengukuran (Ghozali and Latan, 2015).

Mengevaluasi Kriteria Goodness-of-Fit

Ada tiga jenis yang dapat digunakan untuk melihat suatu model yang terbaik dari beberapa model yang berbeda (*competing models*) (Sholihin and Ratmono, 2013), yaitu : (1) ARS (*Average R-Squared*). Nilai p untuk ARS harus lebih kecil dari 0,05 atau berarti signifikan. Jika kriteria ini terpenuhi maka model dikategorikan fit. (2) AVIF (*Average Variance Inflation factor*). AVIF sebagai indikator harus lebih kecil dari 5. Jika kriteria ini terpenuhi maka model dikategorikan fit. (3) APC (*Average Path Coefficient*). Nilai p untuk APC harus lebih kecil dari 0,05 atau berarti signifikan. Jika kriteria ini terpenuhi maka model dikategorikan fit.

Laten Variable Coefficients

Di dalam WarpPLS analisis *Laten Variable Coefficients* menunjukkan hasil estimasi antara lain : (1) Koefisien determinasi menggunakan *R-squared* yang menunjukkan berapa persentase variansi konstruk endogen/kriteron dapat dijelaskan oleh konstruk yang dihipotesiskan memengaruhinya (eksogen/predictor). Semakin tinggi *R-squared* menunjukkan model yang baik. *R-squared* hanya ada untuk konstruk endogen. (2) *Q-squared* (*Stoner-Giesser Coefficient*) merupakan ukuran nonparametrik yang diperoleh melalui algoritma *blind folding*. *Q-squared* digunakan untuk penilaian validitas prediktif atau relevansi dari sekumpulan variabel laten prediktor pada variabel kriterion. Model dengan validitas prediktif harus mempunyai nilai *Q-squared* lebih besar dari nol (0).

Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis mengenai kausalitas yang dikembangkan dalam model ini, besaran nilai p -value pada range indeks merupakan dasar dari signifikansi hubungan antara variabel laten eksogen dan endogen dimana p -value > 0.05 dikatakan tidak signifikan, dan p -value < 0.5 dikatakan signifikan. Nilai p value digunakan dalam menerima dan menolak hipotesis, tarif nyata p value > 0.05 maka hipotesis ditolak sedangkan p value < 0.05 maka hipotesis diterima (Ghozali and Latan 2015).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Kebijakan Dividen Perusahaan BUMN

Berdasarkan Undang-undang No. 19 Tahun 2003, Kebijakan Dividen Perusahaan BUMN ditetapkan oleh Menteri BUMN. Disebutkan dalam Pasal 43 UU No. 19 Tahun 2003, Menteri dapat menetapkan bahwa sebagian atau seluruh laba bersih akan digunakan untuk pembagian dividen kepada pemilik modal, atau pembagian lain seperti tansiem (tantiem) untuk Direksi dan Dewan Pengawas, bonus untuk karyawan, cadangan dana sosial dan lain-lain, atau penempatan laba bersih tersebut dalam cadangan Perum yang antara lain diperuntukkan bagi perluasan usaha Perum.

Walau sudah ditentukan dalam UU tentang BUMN, Kebijakan pembagian dividen pada perusahaan BUMN masih belum jelas. Oleh karenanya, pemerintah didesak untuk mengeluarkan kebijakan khusus mengenai pembagian dividen perusahaan BUMN.

Pada September 2012, Komisi XI DPR meminta agar pemerintah segera mengeluarkan kebijakan yang jelas dalam pembagian dividen di sejumlah perusahaan BUMN. Hal ini terkait dengan adanya policy dari pemerintah yang dinilai menyamaratakan besaran dividen yang diberikan oleh masing-masing BUMN. Anggota DPR, Maruarar Sirait mengungkapkan bahwa seharusnya Pemerintah mengeluarkan policy yang jelas soal pembagian dividen di perusahaan BUMN, ini menjadi sangat penting untuk segera dilakukan. Melalui kebijakan tentang besaran pembagian dividen oleh BUMN, diharapkan nantinya pemerintah tidak menyamaratakan nilai dividen yang diberikan oleh masing-masing perusahaan pelat merah kepada pemegang saham. Hal ini menjadi penting untuk dilakukan, karena situasi finansial di setiap perusahaan BUMN sebenarnya tidak sama. Apalagi di masing-masing perusahaan BUMN juga membawa misi-misi yang berbeda.

Guna melahirkan kebijakan baru pada persoalan ini, Kementerian Negara BUMN diharapkan bisa memberikan masukan yang jelas kepada DPR dan juga di lingkungan eksekutifnya. Meneg BUMN, Dahlan Iskan bisa menentukan perusahaan BUMN yang mengurangi besaran dividennya, tetapi bisa memberikan kontribusi yang lebih besar bagi pertumbuhan ekonomi nasional.

Setelah adanya pergantian presiden, kebijakan pengurangan dividen untuk beberapa BUMN masih menjadi perhatian utama, terutama oleh Otoritas Jasa Keuangan. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) berupaya mengoptimalkan peran bank Badan Usaha Milik Negara (BUMN) dalam rangka meningkatkan efisiensi dan

daya saing perbankan nasional. Penguatan modal merupakan salah satu cara untuk meningkatkan daya saing. Oleh karena itu, Ketua Dewan Komisiner OJK mengapresiasi langkah pemerintahan Presiden Joko Widodo memangkas setoran dividen BUMN, tentunya termasuk bank-bank pelat merah karena mendukung peningkatan modal dan pertumbuhan usaha. Upaya pemangkasan dividen yang dilakukan pemerintah ini merupakan respon yang berkebalikan dari keputusan yang diumumkan pada 3 bulan sebelumnya yakni bulan November 2014 dimana pemerintah menaikkan setoran dividen BUMN dalam RAPBN 2015 menjadi Rp 41,75 triliun.

Analisis Data dan Pembahasan

Penelitian ini menggunakan 20 perusahaan BUMN yang bergerak dalam berbagai bidang. Periode penelitian yang diteliti selama tahun 2015-2018. Gambaran mengenai masing-masing variabel penelitian disajikan dengan statistik deskriptif. Berdasarkan desain penelitian maka sumber informasi yang diperoleh dideskripsikan dalam bentuk nilai maksimum, nilai minimum, rata-rata, dan standar deviasi. Perhitungan statistik deskriptif dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada Tabel 1. berikut ini:

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	Average	Min	Max	Standar Deviasi
DO (Institution)	68.21	51.00	97.42	13.69
CO (Public)	31.25	2.55	49.00	13.69
Prof	5.01	(8.85)	28.13	6.62
Growth	21.38	(9.92)	141.66	23.07
Size	31.56	27.95	34.80	1.72
AUR	52.88	6.70	141.50	33.33
DIV	31.60	-	103.51	25.88
LEV	60.07	9.77	91.93	19.05

Sumber: Output SPSS, 2020

Pengujian Model Struktural (*inner model*) pada perusahaan BUMN

Mengevaluasi Kriteria *Goodness-of-Fit*

Pada uji kecocokan model (*model fit*) ini, terdapat 3 indeks pengujian, yaitu *average path coefficient* (APC), *average R – squared* (ARS), dan *average variances factor* (AVIF) dengan kriteria APC dan ARS diterima dengan syarat $p - value < 0.1$ dan AVIF lebih kecil dari 5. Berikut adalah hasil output *model fit indices* dari program WarpPLS 6.0:

Tabel 2. Model Fit Indices

	Indeks	p – value
APC	0.300	P = 0.001
ARS	0.343	P <0.001
AVIF	1.179	Acceptable if ≤ 5 , ideally ≤ 3.3

Sumber: Hasil Output WarpPLS 6.0 yang telah diolah (2020)

Hasil output diatas, menjelaskan bahwa APC pada perusahaan BUMN memiliki indeks sebesar 0,300 dengan nilai $p-value = 0,001$. Sedangkan ARS pada perusahaan BUMN memiliki indeks sebesar 0,343 dengan $p-value < 0,001$. $P-value$ kedua indeks menunjukkan hasil dibawah 0,05 yang berarti memenuhi kriteria APC dan ARS. AVIF pada perusahaan BUMN juga menunjukkan indeks dibawah 5 yaitu sebesar 1,179. Kesimpulannya adalah model sudah *fit* pada perusahaan BUMN dengan data sehingga dapat melanjutkan pengujian berikutnya.

Latent Variable Coefficients

Di dalam WarpPLS analisis *Latent Variable Coefficients* menunjukkan hasil estimasi antara lain:

Hasil Koefisien Determinasi

Kekuatan pengaruh variabel bebas terhadap variasi variabel terikat dapat diketahui dari besarnya nilai koefisien determinan (R^2), yang berbeda antara nol dan satu.

Tabel 3. Hasil Koefisien Determinasi

	R square	Adjusted R square
Biaya Keagenan dan Kualitas Investasi → Kebijakan Dividen	0.146	0.124
Biaya Keagenan, Kualitas Investasi dan Kebijakan Dividen → Struktur Modal	0.539	0.521

Sumber: Hasil Output WarpPLS 6.0 yang telah diolah (2020)

Nilai R menerangkan tingkat hubungan antar variabel-variabel independen (X) dengan variabel dependen (Y). *Adjusted R square* menjelaskan seberapa besar variasi variabel dependen yang disebabkan oleh variabel independen. Pada pengujian model 1 didapatkan R^2 sebesar 0,146 artinya hubungan antara variabel independen (Biaya Keagenan dan Kualitas Investasi) terhadap variabel dependen (Kebijakan Dividen) dalam kategori kurang kuat. Dari hasil perhitungan diperoleh nilai *Adjusted R²* sebesar 0,124 atau 12,4%. Artinya 12,4% Kebijakan Dividen dapat dijelaskan oleh kedua variabel bebas Biaya Keagenan dan Kualitas Investasi pada Perusahaan BUMN. Sedangkan sisanya 87,6% dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model. Pada pengujian model 2 perusahaan BUMN didapatkan R^2 sebesar 0,539 artinya hubungan antara variabel independen (Biaya Keagenan, Kualitas Investasi dan Kebijakan Dividen) terhadap variabel dependen (Struktur Modal) dalam kategori kurang kuat. Dari hasil perhitungan diperoleh nilai *Adjusted R²* sebesar 0,521 atau 52,1%. Artinya 52,1% Struktur Modal dapat dijelaskan oleh ketiga variabel bebas Biaya Keagenan, Kualitas Investasi dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan BUMN. Sedangkan sisanya 47,9% dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model.

Q-squared (Stoner-Giesser Coefficient)

Q-squared merupakan ukuran nonparametrik yang diperoleh melalui algoritma *blind folding*. *Q-squared* digunakan untuk penilaian validitas prediktif atau relevansi dari sekumpulan variabel laten prediktor pada variabel kriteria. Model dengan validitas prediktif harus mempunyai nilai *Q-squared* lebih besar dari nol (0). Hasil pengujian *Q-squared* dapat dilihat sebagai berikut:

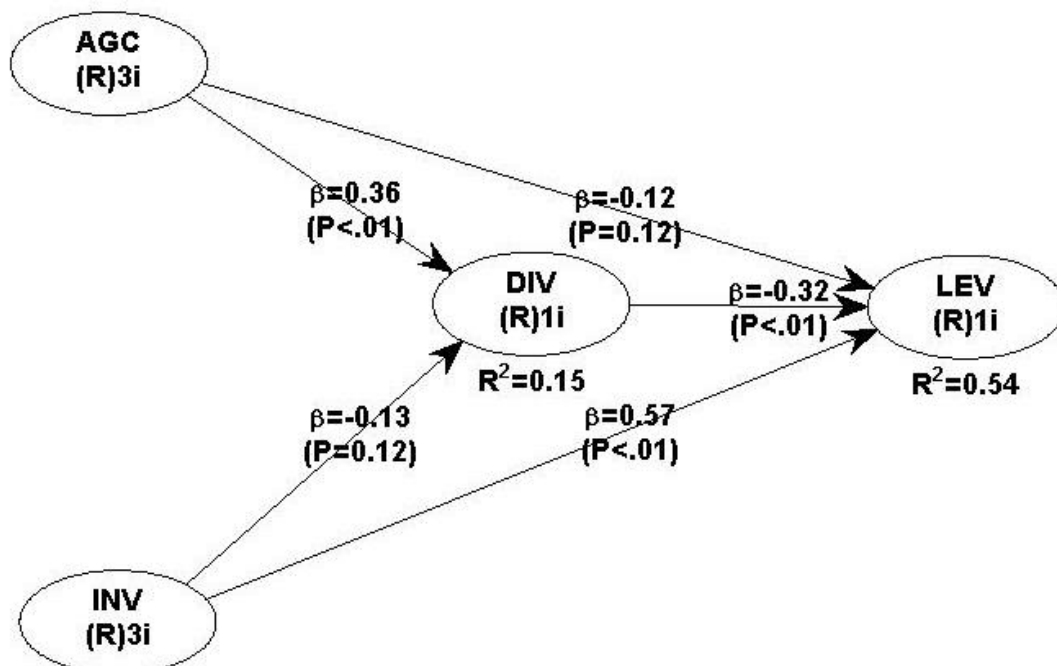
Tabel 4. Hasil Q – squared coefficients

Model	Q-squared
Biaya Keagenan dan Kualitas Investasi → Kebijakan Dividen	0,208
Biaya Keagenan, Kualitas Investasi dan Kebijakan Dividen → Struktur Modal	0,558

Sumber : Hasil Output WarpPLS 6.0 yang telah diolah (2020)

Hasil Analisis Jalur SEM - Perusahaan BUMN

Persamaan regresi dapat dilihat dari tabel hasil uji *coefficients* berdasarkan *output* WarpPLS 6.0 terhadap ketiga variabel independen yaitu Biaya Keagenan, Kualitas Investasi dan Kebijakan Dividen terhadap Struktur Modal pada Perusahaan BUMN ditunjukkan pada tabel sebagai berikut:



Gambar 1. Hasil Koefisien Jalur Perusahaan BUMN

Sumber : Hasil Output WarpPLS 6.0 yang telah diolah (2020)

Tabel 5. Hasil Koefisien Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung pada Perusahaan BUMN

Jenis	Pengaruh	Koefisien	Sig.
Pengaruh Langsung	Biaya Keagenan → Kebijakan Dividen	0.358	<0,001
	Kualitas Investasi → Kebijakan Dividen	-0.128	0,119
	Biaya Keagenan → Struktur Modal	-0.125	0,125
	Kualitas Investasi → Struktur Modal	0.566	<0,001
	Kebijakan Dividen → Struktur Modal	-0.322	0,001
Pengaruh Tidak Langsung	Biaya Keagenan → Kebijakan Dividen → Struktur Modal	-0.115	0,067
	Kualitas Investasi → Kebijakan Dividen → Struktur Modal	0.041	0,300

Sumber : Hasil Output WarpPLS 6.0 yang telah diolah (2020)

Berdasarkan Tabel 5 di atas maka model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Y_1 = 0,358X_1 - 0,128X_2$$

$$Y_2 = -0,125X_1 + 0,566 X_2 - 0,322Y_1$$

Berdasarkan model regresi diatas, maka hasil dari regresi berganda dapat dijelaskan sebagai berikut:

Koefisien variabel Biaya Keagenan sebesar 0,358 berarti setiap kenaikan Biaya Keagenan sebesar 1 satuan akan menyebabkan peningkatan Kebijakan Dividen sebesar 0,358 satuan, dan juga sebaliknya yaitu setiap penurunan Biaya Keagenan sebesar 1 satuan akan menyebabkan penurunan Kebijakan Dividen sebesar 0,358satuan.

Koefisien variabel Kualitas Investasi sebesar 0,128 artinya jika Kualitas Investasi mengalami kenaikan sebesar 1 satuan, maka Kebijakan Dividen akan menurun sebesar 0,128 satuan dan juga sebaliknya yaitu jika Kualitas Investasi mengalami penurunan sebesar 1 satuan, maka Kebijakan Dividen akan meningkat sebesar 0,128 satuan.

Koefisien variabel Biaya Keagenan sebesar 0,125 berarti setiap kenaikan Biaya Keagenan sebesar 1 satuan akan menyebabkan Kebijakan Dividen menurun sebesar 0,125 satuan, dan juga sebaliknya yaitu setiap penurunan Biaya Keagenan sebesar 1 satuan akan menyebabkan Kebijakan Dividen naik sebesar 0,125 satuan.

Koefisien variabel Kualitas Investasi sebesar 0,566 artinya jika Kualitas Investasi mengalami kenaikan sebesar 1 satuan, maka Kebijakan Dividen akan meningkat sebesar 0,566 satuan dan juga sebaliknya yaitu jika Kualitas Investasi mengalami penurunan sebesar 1 satuan, maka Kebijakan Dividen akan menurun sebesar 0,566 satuan.

Koefisien variabel Kebijakan Dividen sebesar -0,322 menunjukkan bahwa setiap terjadi kenaikan Kebijakan Dividen sebesar 1 satuan maka Struktur Modal akan naik sebesar 0,322 satuan dan juga sebaliknya yaitu setiap terjadi penurunan Kebijakan Dividen sebesar 1 satuan maka Struktur Modal akan turun sebesar 0,322 satuan.

Koefisien variabel mediasi Kebijakan Dividen sebesar -0,115 menunjukkan bahwa setiap kenaikan Kebijakan Dividen sebesar 1 satuan maka besar pengaruh Biaya Keagenan terhadap Struktur Modal akan turun sebesar 0,115 satuan dan juga sebaliknya yaitu setiap terjadi penurunan Kebijakan Dividen sebesar 1 satuan maka besar pengaruh Biaya Keagenan terhadap Struktur Modal akan naik sebesar 0,115 satuan.

Koefisien variabel mediasi Kebijakan Dividen sebesar 0,041 menunjukkan bahwa setiap kenaikan Kebijakan Dividen sebesar 1 satuan maka besar pengaruh Kualitas Investasi terhadap Struktur Modal akan naik sebesar 0,041 satuan dan juga sebaliknya yaitu setiap terjadi penurunan Kebijakan Dividen sebesar 1 satuan maka besar pengaruh Kualitas Investasi terhadap Struktur Modal akan turun sebesar 0,041 satuan.

Pembahasan hasil pengujian signifikansi diatas adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1: Biaya Keagenan berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Pengujian hipotesis 1 mengenai pengaruh variabel Biaya Keagenan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan BUMN menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,001 lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti bahwa Biaya Keagenan berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan BUMN. Dengan demikian Hipotesis 1, yang menyebutkan Biaya Keagenan berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan BUMN, **diterima**. Berdasarkan hasil perhitungan statistik, dapat disimpulkan bahwa Biaya Keagenan memiliki pengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan BUMN.

Hipotesis 2: Kualitas Investasi berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Pengujian hipotesis 2 mengenai pengaruh variabel Kualitas Investasi terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan BUMN menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,119 lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti bahwa Kualitas Investasi berpengaruh namun tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan BUMN. Dengan demikian Hipotesis 2, yang menyebutkan Kualitas Investasi berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan BUMN, **ditolak**. Berdasarkan hasil perhitungan statistik, dapat disimpulkan bahwa Kualitas Investasi memiliki pengaruh namun tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan BUMN.

Hipotesis 3: Biaya Keagenan berpengaruh terhadap Struktur Modal

Pengujian hipotesis 3 mengenai pengaruh variabel Biaya Keagenan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,125 lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti bahwa Biaya Keagenan berpengaruh namun tidak signifikan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN. Dengan demikian Hipotesis 3, yang menyebutkan Biaya Keagenan berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN, **ditolak**. Berdasarkan hasil perhitungan statistik, dapat disimpulkan bahwa Biaya Keagenan memiliki pengaruh namun tidak signifikan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN.

Hipotesis 4: Kualitas Investasi berpengaruh terhadap Struktur Modal

Pengujian hipotesis 4 mengenai pengaruh variabel Kualitas Investasi terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN menunjukkan nilai signifikansi sebesar <0.001 lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti bahwa Kualitas Investasi berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN. Dengan demikian Hipotesis 4, yang menyebutkan Kualitas Investasi berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN, **diterima**. Berdasarkan hasil perhitungan statistik, dapat disimpulkan bahwa Kualitas Investasi memiliki pengaruh signifikan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN.

Hipotesis 5: Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap Struktur Modal

Pengujian hipotesis 5 mengenai pengaruh variabel Kebijakan Dividen terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,001 lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti bahwa Kebijakan Dividen berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN. Dengan demikian Hipotesis 5, yang menyebutkan Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN, **diterima**. Berdasarkan hasil perhitungan statistik, dapat disimpulkan bahwa Kebijakan Dividen memiliki pengaruh signifikan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN.

Hipotesis 6: Kemampuan Kebijakan Dividen Memediasi Pengaruh Biaya Keagenan terhadap Struktur Modal

Pengujian hipotesis 6 mengenai kemampuan Kebijakan Dividen dalam memediasi pengaruh Biaya Keagenan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,067 lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti bahwa Kebijakan Dividen tidak mampu memediasi secara signifikan pengaruh Biaya Keagenan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN. Dengan demikian Hipotesis 6, yang menyebutkan Kebijakan Dividen mampu memediasi secara signifikan pengaruh Biaya Keagenan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN, **ditolak**. Berdasarkan hasil perhitungan statistik, dapat disimpulkan bahwa Kebijakan Dividen tidak mampu memediasi secara signifikan pengaruh Biaya Keagenan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN.

Hipotesis 7: Kemampuan Kebijakan Dividen Memediasi Pengaruh Kualitas Investasi terhadap Struktur Modal

Pengujian hipotesis 7 mengenai kemampuan Kebijakan Dividen dalam memediasi pengaruh Kualitas Investasi terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,300 lebih besar dari 0,05. Hal ini berarti bahwa Kebijakan Dividen tidak mampu memediasi secara signifikan pengaruh Kualitas Investasi terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN. Dengan demikian Hipotesis 7, yang menyebutkan Kebijakan Dividen mampu memediasi secara signifikan pengaruh Kualitas Investasi terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN, **ditolak**. Berdasarkan hasil perhitungan statistik, dapat disimpulkan bahwa Kebijakan Dividen tidak mampu memediasi secara signifikan pengaruh Kualitas Investasi terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN.

Pembahasan

Pengaruh Biaya Keagenan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan BUMN

Konflik keagenan terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen mengenai laba perusahaan. Pemegang saham memandang bahwa tujuan dari mereka adalah mendapat laba dari perusahaan dalam bentuk dividen. Di satu sisi, pihak manajemen perusahaan lebih menyukai bahwa laba yang diperoleh untuk tidak dibagikan kepada pemegang saham. Laba yang tidak dibagikan ini dapat digunakan sebagai modal untuk ekspansi perusahaan.

Konflik keagenan juga dapat terjadi antara pemilik dengan manajer, dimana terdapat sudut pandang yang berbeda mengenai dividen. Manajer yang tidak mempunyai kepentingan dalam dividen akan lebih mementingkan tujuan individu dengan cara melakukan perilaku *opportunistic*, sehingga akan berpengaruh terhadap dividen yang akan dibagikan. Konflik juga dapat terjadi antara manajer dan *debtholder*, dimana manajer lebih menyukai dividen yang ditahan digunakan sebagai modal untuk ekspansi perusahaan tetapi *debtholder* lebih menyukai bahwa dividen yang ditahan digunakan sebagai dana untuk membayar hutang perusahaan.

Debtholder khawatir apabila laba yang digunakan untuk ekspansi perusahaan tidak sesuai yang diharapkan sehingga hutang perusahaan tidak dapat dibayarkan. Adanya konflik-konflik keagenan yang terjadi akan menimbulkan biaya-biaya yang digunakan untuk mengendalikan konflik. Biaya-biaya tersebut dinamakan sebagai biaya keagenan atau *agency cost*.

Menurut Jensen dan Meckling (Jensen and Meckling, 1976), *agency cost* adalah biaya-biaya yang ditanggung oleh pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan memaksimalkan keuntungan pemegang saham. Keuntungan ini adalah laba perusahaan yang dibagikan dalam bentuk dividen. Menurut Brigham (E. F. Brigham and Gapenski, 1997) *agency cost* adalah seluruh biaya-biaya yang digunakan untuk memonitoring manajer. Menurut Gitman (Gitman, 2012) bahwa *agency cost* adalah biaya-biaya yang ditanggung para pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Agency cost mempunyai hubungan dengan kebijakan dividen suatu perusahaan. Suatu ketika apabila tingkat *agency cost* tinggi maka hal ini dapat menjadi pertanda buruk bagi pemegang saham. Pemegang saham akan mendapatkan dividen yang rendah, hal ini dikarenakan manajer akan menggunakan dana-dana secara berlebih dan akan berdampak pada penurunan profitabilitas perusahaan.

Komponen yang digunakan adalah *agency cost* yang *Asset Utilization Ratio*, *Dispersion Ownership* dan *Concentrated Ownership*. Dari hasil didapatkan baik perusahaan BUMN menunjukkan bukti bahwa kebijakan dividen yang tinggi didorong oleh biaya keagenan yang tinggi. Tanda positif berarti komponen yang digunakan dalam mengukur *agency cost*, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Hal ini dapat dijelaskan bahwa, dengan semakin besar efisiensi dan efektivitas pemanfaatan aktiva dalam rangka memperoleh penghasilan yang diperoleh dari penjualan dan total asset dan juga semakin besarnya persentase saham yang dimiliki oleh suatu institusi dan publik, maka kepemilikan saham tidak terkonsentrasi pada kelompok tertentu, dimungkinkan pemilik saham ini adalah lembaga sehingga mempunyai *power* untuk menyampaikan aspirasinya kepada manajemen untuk memberikan dividen yang besar. Hasil penelitian ini sekaligus dapat menjawab hipotesis yang diajukan yang menyatakan bahwa *shareholder dispersion* berpengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Mollah (Mollah, Keasey, and Short, 2000) dan Paramu (Paramu, 2006) yang menunjukkan hasil signifikan dari beberapa komponen *agency cost* dalam mempengaruhi kebijakan dividen.

Pengaruh Biaya Keagenan terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN

Dalam menentukan struktur modal perlu pula dipertimbangkan biaya yang ditimbulkan dengan adanya perbedaan kepentingan antara pemilik dengan pihak manajemen perusahaan. Hal ini menegaskan bahwa struktur keuangan dipengaruhi oleh insentif dan perilaku dari pembuat keputusan (pihak manajemen). Jensen dan Meckling mengemukakan adanya dua potensi konflik, yaitu konflik antara pemegang saham dengan kreditur, dan konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen.

Struktur kepemilikan perusahaan merupakan pengelompokan atau pembagian kepemilikan perusahaan. Berdasarkan keterlibatan dalam manajemen perusahaan, struktur kepemilikan dalam perusahaan terbagi dalam kepemilikan manajerial (insider) dan kepemilikan eksternal (outsider). Dalam struktur kepemilikan perusahaan, dapat mencerminkan pengawasan pemilik terhadap manajemen untuk mengurangi biaya keagenan.

Secara empiris Agrawal dan Mandelker (Agrawal and Mandelker, 1987) dan Mehran (Mehran, 1992)) menemukan hubungan yang positif antara persentase saham yang dimiliki oleh manajerial dan debt ratio. Menggunakan data yang berbeda, metode dan teknik pengambilan sampel yang berbeda. Lebih lanjut Sorenson (Kim and Sorenson, 1986) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi merupakan karakteristik biaya keagenan utang yang relatif rendah, karena pihak kreditor lebih mempercayai perusahaan sehingga negosiasi pihak manajer (insider) mengurangi biaya keagenan. Begitu juga menurut Berglof (Berglof, 1990) yang menyatakan penggunaan kerangka pikir bahwa dalam perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terpusat pada kepemilikan manajerial (insider) akan menggunakan utang yang lebih tinggi daripada perusahaan dengan struktur kepemilikan yang tersebar.

Dari hasil didapatkan bahwa biaya keagenan berpengaruh negatif namun tidak signifikan pada perusahaan BUMN penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya dari Paramu (Paramu, 2006), dan sesuai pendapat Jensen (Jensen, 1986). Tidak signifikkannya pengaruh biaya keagenan pada perusahaan BUMN dikarenakan nilai biaya keagenan yang cenderung stabil jika dilihat dari *Dispersion Ownership* dan *Concentrated Ownership*. Cenderung konstannya nilai kedua komponen *agency cost* tersebut menyebabkan tidak adanya perubahan kebijakan dalam menetapkan struktur modal perusahaan BUMN.

Pengaruh Kualitas Investasi terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan BUMN

Apabila dikaitkan dengan teori kebijakan dividen maka bisa dikatakan bahwa para investor mendukung teori hipotesis *pecking order*. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek

investasinya. Bahkan bagi perusahaan yang sedang tumbuh peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk (*bad news*) karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN di Bursa Efek Indonesia, artinya kesempatan investasi yang rendah tidak akan menjamin bahwa tingkat dividen yang akan dibayarkan kepada investor juga akan tinggi. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sunarto (Sunarto, 2004) yang menyatakan bahwa kesempatan investasi berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Kualitas Investasi terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN

Menurut *pecking order theory* dalam penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (Setiawan, 2006), semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin rendah tingkat penggunaan utang dalam struktur modalnya. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan mempunyai dana internal yang besar. Menurut Kusumawati (Kusumawati, 2004), kesempatan pertumbuhan atau *growth opportunity* juga berpengaruh terhadap struktur permodalan dalam perusahaan. Di satu pihak, pertumbuhan menunjukkan tekanan pembiayaan untuk proyek-proyek investasi dan perusahaan harus mendanai kesempatan investasi tersebut dengan sumber dana internal dan eksternal. Berdasarkan Teori *Pecking Order*, kesempatan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal. Menurut Ariyanto (Ariyanto, 2002), besar kecilnya perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula kesempatan melakukan investasi dan memperoleh akses kesumber dana.

Pengaruh investment terhadap leverage terbukti signifikan pada perusahaan BUMN. Perusahaan BUMN lebih perhatian dengan pengimbangan biaya pendanaan (*financing cost*) saat ini dan masa mendatang, sehingga perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi akan mempertahankan kapasitas risiko hutang tetap rendah guna menghindari investasi didanai oleh emisi saham baru yang lebih berisiko. Keseimbangan biaya pendanaan ini mendorong perusahaan yang memiliki kesempatan berinvestasi besar cenderung memiliki rasio hutang yang tinggi. Mao (Mao, 2003) juga mengungkapkan bahwa kenaikan skala investasi akan menaikkan volatilitas arus kas perusahaan, kondisi ini akan mendorong *risk-shifting* pemegang saham untuk meningkatkan pendanaan investasi melalui hutang sepanjang risiko hutang tetap lebih rendah dari risiko emisi saham baru. Berarti ketika laba ditahan sebagai sumber pendanaan internal tidak lagi mencukupi, kenaikan skala investasi akan meningkatkan kebutuhan dana untuk investasi yang akan dibiayai oleh hutang. Dengan kata lain, investasi berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan.

Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Struktur Modal Perusahaan BUMN

Menurut teori *pecking order* pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan semakin banyaknya kebutuhan kas yang diperlukan dari bagian laba perusahaan. Bila ketersediaan bagian laba perusahaan tidak cukup memadai untuk kebutuhan membayarkan dividen, maka dana untuk pembayaran dividen diperoleh dari menerbitkan hutang. Untuk membiayai pembayaran dividen dan biaya monitoring eksternal tersebut, pihak manajemen meningkatkan penggunaan hutang perusahaan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal baik pada Perusahaan BUMN. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian oleh Sari (Sari, 2015) yang memberikan hasil bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan dan negatif terhadap hutang. Penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Hidayat (Hidayat, 2013) yang memberikan hasil bahwa kebijakan dividen berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan hutang/struktur hutang. Apabila perusahaan yang membagikan dividen rendah kepada pemegang saham akan memberikan sinyal kepada pasar bahwa perusahaan memiliki profit yang rendah pula, oleh karena itu perusahaan mencari dana eksternal kepada pihak luar berupa hutang untuk memenuhi kebutuhannya, sehingga struktur modal perusahaan menjadi tinggi. Dengan demikian temuan asumsi teori keagenan berlaku pada perusahaan BUMN bahwa untuk mengatasi persoalan keagenan melalui instrumen hutang, pemegang saham lebih menyukai perusahaan yang memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah karena dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bukti bahwa mekanisme kontrol yang dilakukan perusahaan BUMN di Indonesia melalui kebijakan dividen dan kebijakan hutang perusahaan efektif menurunkan konflik keagenan, sekaligus menunjukkan bukti bahwa kebijakan dividen merupakan substitusi bagi kebijakan hutang dalam struktur modal korporasi.

PENUTUP

Berdasarkan analisis model struktural yang telah dilakukan pada perusahaan BUMN, maka dapat disimpulkan sebagai berikut: 1) Biaya keagenan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN; 2) Kualitas Investasi berpengaruh namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan BUMN; 3) Biaya keagenan berpengaruh namun tidak signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN; 4) Kualitas Investasi berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN; 5) Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN; 6) Kebijakan dividen tidak

mampu memediasi pengaruh biaya keagenan terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN; dan 7) Kebijakan dividen tidak mampu memediasi pengaruh kualitas investasi terhadap struktur modal pada perusahaan BUMN.

Saran-saran yang dapat dilakukan pada penelitian mendatang adalah: (1) Perluasan sampel untuk memperoleh hasil yang dapat menguatkan kesimpulan dari penelitian sebelumnya. (2) Peneliti selanjutnya disarankan menggunakan alat analisis lain baik dari segi metode atau indikator variabel.

DAFTAR RUJUKAN

- Agrawal, Anup, and Gershon N. Mandelker. 1987. "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions." *The Journal of Finance* 42(2): 823–37.
- Ariyanto. 2002. "Pengaruh Struktur Pemegang Saham Terhadap Struktur Modal Perusahaan." *Jurnal Manajemen Indonesia* 1(1).
- Barclay, Michael J., Leslie M. Marx, and Clifford W. Smith. 2003. "The Joint Determination of Leverage and Maturity." *Journal of Corporate Finance* 9(1): 149–67.
- Berglof, Erik. 1990. *Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems*. in Masahik. London: Sage Publications.
- Booth, L., V. Aivazian, A. Demircuc-Kunt, and V. Maksimovic. 2001. "Capital Structure in Developing Countries." *Journal of Finance* 56: 87–130.
- Brigham, Eugene F., and Louis C. Gapenski. 1997. *Financial Management Theory and Practice*. Orlando: The Dryden Press.
- Brigham, Eugene, Louis C. Gapenski, and Philip R. Daves. 1999. *Intermediate Financial Management*. New Jersey-USA: Prentice-Hall.
- Chen, Jian, and Roger Strange. 2005. "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies." *Economic Change and Restructing* 38: 11–35.
- Chong, V.K., and K.M Chong. 1997. "Strategic Choices, Environmental Uncertainty and SBU Performance: A Note on the Intervening Role of Management Accounting Systems." *Accounting and Business Research* 27: 268–76.
- Darsono, Ashari. 2009. *Aplikasi Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberty.
- Ghozali, Imam, and Hengky Latan. 2015. *Partial Least Square : Konsep, Teknik Dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 3.0 Untuk Penelitian Empiris*. Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Gitman, Lawrence J. 2012. *Principles Of Managerial Finance*. 13th ed. United States: Pearson Education, Inc.
- Gitosudarmo, Indrio. 2002. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Hair, Joe F., Marko Sarstedt, Lucas Hopkins, and Volker G. Kuppelwieser. 2014. "Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM): An Emerging Tool in Business Research." *European Business Review* 26(2): 106–21.
- Hidayat, M. Syafiudin. 2013. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Penjualan, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang." *Jurnal Ilmu Manajemen* 1(1): 12–25.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and. Takeovers." *American Economic Review* 78(2): 323–29.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. "The Theory of The Firm: Manajerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure." *Journal of Financial and Economics* 3: 305–60.
- Jones, S., and R. Sharma. 2001. "The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividend Decision: Some Australian Evidence." *Managerial Finance* 27(3).
- Keown, Arthur J, John D. Martin, J. William Petty, and David F. Scott Jr. 2010. *Manajemen Keuangan: Prinsip Dan Penerapannya*. Jakarta: Indeks.
- Kim, W.S., and E.H. Sorenson. 1986. "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21(2): 131–44.
- Kovenock, Dan, and Gordon M. Phillips. 1997. "Capital Structure and Product Market Behavior: An Examination of Plant Exit and Investment Decisions." *The Review of Financial Studies* 10(3): 767–803.
- Kusumawati, Dini. 2004. "Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Yang Tercatat Di Bursa Efek Jakarta." *Jurnal Ekonomi* 1(4): 22–48.
- Loopies, Lilian Sonya. 2008. "Pengaruh Leverage Terhadap Keputusan Investasi Perusahaan." Universitas Gadjah Mada.
- Mao, Connie X. 2003. "Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(2): 399–423.
- McGee, JE, MJ Dowling, and WL Megginson. 1995. "Cooperative Strategy and New Venture Performance: The Role of Business Strategy and Management Experience." *Strategic management journal* 16(7): 565–80.
- Mehran, Hamid. 1992. "Executive Incentive Plans, and Capital Structure." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(4): 539–60.
- Miller, D., and L.I Breton. 2006. "Family Governavce and Firm Performance: Agency, Stewardship, and

- Capabilities.” *Family Businesses Review* XIX(1).
- Miller, Franco Modigliani and Merton H. 1958. “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.” *The American Economic Review* 48(3): 261–97.
- Mollah, A.S., K. Keasey, and H. Short. 2000. “The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange.” *The Financial Review* November: 523–547.
- Myers, S.C. 2001. “Capital Structure.” *Journal of Economic Perspectives* 15: 81–102.
- Myers, Stewart C. 1984. “The Capital Structure Puzzle.” *The Journal of Finance* 39(3): 574–92.
- Panno, A. 2003. “An Empirical Investigation on the Determinants of Capital Structure: The UK and Italian Experience.” *Applied Financial Economics* 13(2): 97–112.
- Paramu, Hadi. 2006. “Determinan Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Publik Di Indonesia.” *Manajemen Usahawan Indonesia* 35(11): 48–54.
- Pawlina, Grzegorz, and Luc Renneboog. 2005. “Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK.” *European Financial Management* 11(4): 483–513.
- Sari, Komang A.N. 2015. “Pengaruh Likuiditas, Leverage, Pertumbuhan Perusahaan, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di BEI.” *E-Jurnal Manajemen Unud* 4(10): 3346 – 3374.
- Setiawan, Rahmat. 2006. “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Dalam Perspective Pecking Order Theory Studi Pada Industri Makanan Dan Minuman Di Bursa Efek Jakarta.” *Majalah Ekonomi* 1(3): 318–33.
- Sholihin, Mahfud, and Dwi Ratmono. 2013. *Analisis SEM-PLS Dengan WarpPLS 3.0*. Yogyakarta: Andi.
- Sunarto. 2004. “Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Investment Opportunity Set, Return on Asset Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Kasus Pada Saham LQ45 Di Bursa Efek Jakarta).” Universitas Diponegoro.
- Wahyudi, Eko, and Baidori. 2008. “Pengaruh Insider Onwership, Collateralizable Assets, Growth in Net Assets, Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2006.” *Jurnal Aplikasi Manajemen* 6(3): 474–82.
- Weston, Fred J., and Thomas E. Copeland. 1996. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.