

**PENGARUH INFLASI, *GOOD CORPORATE GOVERNANCE*, DAN  
*INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN  
*THE EFFECT OF INFLATION, *GOOD CORPORATE GOVERNANCE*, AND  
*INVESTMENT OPPORTUNITY SET* ON DIVIDEND POLICY***

**Khairina Natsir<sup>1</sup>, Nurainun Bangun<sup>2</sup>**

<sup>1,2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tarumanagara, Jakarta  
e-mail: <sup>1</sup> khairinan@fe.untar.ac.id, <sup>2</sup> nurainunb@fe.untar.ac.id

*Diterima: 10 Januari 2021; Direvisi: 5 Mei 2021; Disetujui: 10 Mei 2021*

**ABSTRAK**

Kebijakan Dividen merupakan suatu isu yang selalu hangat dibicarakan. Hal ini disebabkan karena kebijakan dividend merupakan suatu informasi penting yang ditunggu oleh para investor dan pihak yang berkepentingan lainnya karena merupakan sinyal tentang prospek perusahaan terkait di masa depan. Kebijakan dividen juga berkaitan dengan kebijakan keuangan mengenai pembayaran dividen tunai pada saat ini atau akan dijadikan sebagai laba ditahan. Kebijakan dividen dipengaruhi oleh beberapa faktor. Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk menginvestigasi keterkaitan *Good Corporate Governance*, Inflasi dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2019. Jumlah sampel sebanyak 42 perusahaan dipilih secara *nonprobability sampling* dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Metode statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode analisis regresi linier berganda yang diolah dengan dukungan perangkat lunak Excel dan Eviews 11. Uji statistik yang dilakukan terhadap data panel meliputi uji multikolinieritas, uji pemilihan model regresi, uji statistik-t, uji determinasi dan analisis regresi berganda. Berdasarkan serangkaian pengujian yang dilakukan memperlihatkan hasil bahwa inflasi dan *investment opportunity set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen, *good corporate governance* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

**Kata Kunci:** Inflasi, Good Corporate Governance, “Investment Opportunity Set, Kebijakan Dividen”

**ABSTRACT**

*Dividend policy is an issue that is always hotly discussed. This is because dividend policy is an important information that is awaited by investors and other interested parties because it is a signal about the prospects of the related company in the future. Dividend policy is also related to financial policy regarding the payment of cash dividends at this time or will be used as retained earnings. Dividend policy is influenced by several factors. The objective of this study is to investigate the effect of inflation, good corporate governance, and the investment opportunity set on dividend policy in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2017-2019 period. The number of samples of 42 companies was selected by nonprobability sampling using purposive sampling technique. The statistical method used in this research is multiple linear regression analysis method processed with the support of Excel and Eviews 11 software. Statistical tests conducted on panel data include multicollinearity test, regression model selection test, t-test, determination test and multiple regression analysis. Based on a series of tests conducted, it shows that inflation and the investment opportunity set have a positive and significant effect on dividend*

*policy, good corporate governance has a positive and insignificant effect on dividend policy.*

**Keywords :** *Inflation, Good Corporate Governance, Investment Opportunity Set, Dividend Policy*

## **PENDAHULUAN**

Kebijakan dividen merupakan salah satu tema inti dalam keuangan perusahaan. Oleh karena itu, tidak mengherankan jika beberapa makalah penelitian dari beberapa dekade yang lalu telah dilakukan dengan tema ini.

*Pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan memiliki ketentuan sendiri yang berkaitan dengan kepentingan pendanaan. Pendanaan dapat saja bersumber dari penerbitan sekuritas baru, pemanfaat pembagian dividen dan penerbitan hutang. Menurut (Melicher & Norton, 2017), teori ini menunjukkan bahwa manajer lebih suka menggunakan laba ditahan untuk membiayai perusahaan, kemudian hutang, dan memiliki opsi terakhir, ekuitas baru. Perusahaan semaksimal mungkin akan berupaya untuk menyesuaikan rasio pembayaran dividen yang ditargetkan, dan mengelak dari pembayaran dividen yang drastis. Perusahaan cenderung menghindari perubahan kebijakan dividen yang diikuti oleh fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak terduga, sehingga hasil operasi melebihi kebutuhan untuk investasi, meskipun mungkin juga kurang (Septian, 2016).

*Clientele Effect Theory* menyatakan bahwa pelanggan, atau yang dimaksud dengan pemegang saham, memiliki pandangan, kepentingan, dan tujuan yang berbeda, dimana ada pemegang saham yang menginginkan dividen, tetapi ada juga yang tidak. Menurut Tahu (2018), pergerakan harga saham akan

menyesuaikan dengan permintaan dan keinginan pemodal sebagai reaksi terhadap dividen, pajak, atau adanya pergeseran dalam ketentuan lainnya. Investor yang tidak membutuhkan dana lebih memilih perusahaan menahan laba bersih untuk mengembangkan usahanya daripada membagikan dividen. Sementara investor yang membutuhkan dana mengharapkan pembagian dividen yang tinggi. Karena adanya perbedaan kepentingan tersebut, kebijakan dividen yang diambil hanya akan menguntungkan satu pihak. Oleh karena itu, perusahaan berupaya mencari investor yang memiliki tujuan yang sama dengan kebijakan dividen perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan ketentuan yang menentukan seberapa besar keuntungan yang akan dikembalikan kepada pemegang saham dan berapa yang akan ditanamkan kembali (Adityo & Heykal, 2020). Setiap perusahaan memiliki kebijakan dividen yang berbeda dan besaran pembagian dividennya berbeda-beda. Rasio pembayaran dividen merupakan prosentasi keuntungan bersih perusahaan yang dibagikan kepada para *shareholder* dan menentukan besarnya *retain earning* dalam suatu periode untuk mendanai operasional perusahaan. Ada investor yang menginginkan pembayaran dividen stabil dan meningkat, namun tidak sedikit investor yang tertarik dengan pembayaran dividen yang rendah karena ingin memiliki pertumbuhan modal yang baik. Kebijakan dividen yang optimal

dalam suatu perusahaan adalah ketika terjadi keseimbangan antara hasil dividen saat sekarang dengan pertumbuhan perusahaan yang dicerminkan melalui kenaikan harga saham dimasa mendatang. (Tahu, 2018). Gitman (2015: 600) menjelaskan bahwa pada rapat triwulanan atau tengah tahunan, direksi perusahaan memutuskan apakah dan dalam jumlah berapa akan membayar dividen tunai kepada pemegang saham perusahaan. Kebijakan dividen yang diprosikan dengan *payout ratio* digunakan untuk mengukur persentase pendapatan yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai (Kieso et al., 2019).

Inflasi merupakan salah satu variabel makroekonomi terpenting dan sangat sering mengkhawatirkan para pelaku ekonomi, tidak terkecuali Pemerintah sendiri, karena inflasi berpotensi memberikan akibat yang buruk terhadap *cost* produksi dan melemahnya kesejahteraan masyarakat. Inflasi mendatangkan dampak yang lebih luas seperti kenaikan harga, penurunan pertumbuhan ekonomi, menurunnya daya saing, meningkatnya suku bunga, tidak meratanya distribusi pendapatan dan tingginya tingkat pengangguran. Ketika hiperinflasi yang buruk melanda di beberapa negara, maka dampaknya akan terasa sampai kepada politik dan social. Disamping itu pertumbuhan ekonomipun akan terganggu bahkan tidak tertutup kemungkinan pertumbuhan ekonomi kearah negatif (Yolanda, 2017). Pengaruh inflasi terhadap kinerja perusahaan-perusahaan tampaknya bervariasi, tergantung pada sektor mana perusahaan itu masuk. Penelitian yang dilakukan oleh (Elly & Hellen, 2018) Perusahaan retail tidak terlalu baik

selama periode inflasi. Di sektor keuangan, bank juga menghadapi risiko kehilangan simpanan nasabah akibat tingginya suku bunga Surat Utang Negara. Di sektor industri, perusahaan mungkin mengalami lebih sedikit permintaan untuk produk-produknya karena inflasi yang menggigit memaksa konsumen untuk mengubah kebiasaan konsumsi kearah yang lebih murah. Sektor pertanian menghadirkan hasil yang beragam. Sementara mereka memperoleh lebih banyak uang dari ekspor sebagai akibat dari kurs mata uang yang rendah, tetapi pengeluaran meningkat karena kenaikan biaya bahan bakar. Hasil penelitian yang beragam ini menjadi tujuan penelitian ini untuk mendapatkan mendapatkan hasil empiris hubungan antara inflasi dan kebijakan dividen.

Inflasi juga mendorong penurunan daya beli. Masyarakat akan semakin rendah kemampuannya untuk membeli produk dan jasa yang dibutuhkan. Efek lain dari inflasi adalah kesulitan dalam perencanaan bisnis, masyarakat semakin sulit untuk menabung, dan berbagai kesulitan lainnya yang tidak produktif bagi perekonomian secara umum. Indikator yang biasanya dijadikan ukuran oleh Bank Indonesia untuk tingkat Inflasi adalah Indeks Harga Konsumen (IHK). Pergerakan nilai IHK dari waktu ke waktu mencerminkan turun naiknya harga paket konsumsi barang dan jasa masyarakat. Penelitian Mirbagherijam (2014) menunjukkan bahwa Inflasi berpengaruh positif terhadap dividen. Sedangkan penelitian Ardiyanti (2015) menunjukkan bahwa Inflasi berpengaruh negatif terhadap dividen. Sementara itu penelitian yang dilakukan oleh (Mambo,

2013) menunjukkan hasil bahwa tingkat inflasi tidak mempengaruhi kepada Dividend Payout. Harapan untuk inflasi di masa depan sangat erat, tetapi tidak sempurna, berkorelasi dengan tingkat yang dialami di masa lalu. Oleh karena itu, jika tingkat inflasi yang dilaporkan untuk bulan lalu meningkat, investor sering kali menaikkan ekspektasi mereka untuk inflasi di masa depan, dan perubahan ekspektasi ini akan menyebabkan peningkatan pembayaran dividen (Brigham & Daves, 2019)

Tata kelola perusahaan dianggap sebagai salah satu elemen dasar dalam mencapai manajemen yang positif dan pengendalian kinerja atas suatu entitas. Tata kelola perusahaan dan sistem keuangan sangat bergantung pada pembiayaan ekuitas dan sejauh mana kepemilikan saham diperdagangkan di pasar yang sangat likuid (Kieso et al., 2020) sehingga tata kelola perusahaan memiliki hubungan yang erat dengan dividen yang dibayarkan perusahaan. Komponen utama dari tata kelola perusahaan adalah independensi dewan (*board independence*), karena merupakan komponen penting yang mengevaluasi efisiensi dewan. Di perusahaan, dewan perusahaan bertanggung jawab atas perlindungan investor dan menangani operasi bisnis. Sehingga, dalam penelitian ini *good corporate governance* diprosikan dengan independensi dewan komisaris (*board independence*). Penelitian Gunawan et al., (2019) menunjukkan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) berpengaruh positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hal ini dikarenakan semakin baik tata kelola perusahaan maka perusahaan akan cenderung memberikan dividen

lebih banyak. Hak pemegang saham yang kuat cenderung membuat agen tidak dapat menggunakan arus kas sesuai dengan kepentingannya karena pengawasan yang kuat. Dengan demikian, investor yang mengharapkan dividen akan berinvestasi pada perusahaan yang menerapkan tata kelola perusahaan yang baik. Penelitian Shahid et al., (2016); Bangun et al., (2018) menunjukkan bahwa *board independence* tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan pembayaran dividen. Temuan itu memperlihatkan bahwa *board independence* perusahaan tidak mempengaruhi keputusan dividen kepada pemegang saham.

IOS merupakan peluang bagi perusahaan untuk berinvestasi demi keuntungan ekonomi. *Pecking Order Theory* adalah paham yang memprioritaskan kepada pembiayaan internal terlebih dahulu. Sebagai upaya meningkatkan IOS, perusahaan membutuhkan dana yang besar yang dibiayai dari sumber internal sehingga perusahaan akan mengurangi pembayaran dividen. Perusahaan dengan *investment opportunity set* yang lebih tinggi akan mempertahankan pembiayaan yang memadai untuk investasi masa depan sehingga dividen yang dibayarkan cenderung kecil (Giriati, 2016). *IOS* dapat memberikan pengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen (Andaswari et al., 2018). Para peneliti ini berpendapat bahwa perusahaan yang mampu bertumbuh dengan baik akan memiliki *investment opportunity set* (IOS) yang tinggi, yang mendorong pihak manajemen untuk melakukan investasi ulang dalam jumlah besar. Jika *investment opportunity* perusahaan besar maka persentase laba

bersih yang dibagikan perusahaan akan cenderung besar.

Keputusan perusahaan berkaitan dengan kebijakan dividen mempengaruhi jumlah pendapatan yang dibayarkan perusahaan dibandingkan dengan jumlah pendapatan yang ditahan dan diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Ketika perusahaan mengubah kebijakan tentang pembayaran dividennya, maka akan berpengaruh kepada kebijakan pendanaan internalnya. Dengan mengurangi jumlah dividen yang dibagikan, perusahaan dapat menyimpan lebih banyak dana untuk investasi dan menghindari pengadaaan dana dari sumber pendanaan eksternal. Selain itu, perusahaan dapat membiayai belanja modal sebagian besar dengan mengeluarkan hutang, yang membebaskan uang tunai untuk dividen.

Sering ditekankan dalam literatur bahwa tiga kelompok utama keputusan yang diambil perusahaan paling penting adalah keputusan tentang pilihan alternatif investasi dan pengalokasian modal untuk proyek investasi, keputusan tentang cara pembiayaan seperti menentukan struktur modal yang optimal, dan keputusan tentang dividen (Onanjiri & Korankye, 2014). Prinsip sentral dari manajemen keuangan adalah bahwa manajer membuat keputusan yang mengarah pada kekayaan pemegang saham secara maksimal, yang tercermin dari harga saham perusahaan.

Keputusan untuk membagikan dividen dibandingkan dengan laba ditahan seringkali membingungkan karena melibatkan banyak kekuatan yang berlawanan. Baik profesional dan manajer perusahaan sering tidak sependapat mengenai nilai perusahaan

tergantungan atau tidak tergantung pada kebijakan dividennya (Omerhodžić, 2014). Tantangan yang dihadapi oleh dewan direksi dan manajemen adalah untuk menyeimbangkan kekuatan tersebut guna memaksimalkan kontribusi kebijakan dividen mereka untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham.

Di Bursa Efek Indonesia, para investor tentunya berekspektasi mendapatkan *reward* berupa dividen. Selain itu, investor tertarik untuk membeli saham suatu perusahaan karena hal tersebut menunjukkan kepemilikan investor pada perusahaan tersebut. Menurut (Lubis, 2018) yang mengutip PSAK 23 (IAI, 2012) dividen merupakan pembagian keuntungan kepada pemegang penyertaan modal sesuai dengan proporsinya atas jenis modal tertentu. *Dividend Policy* (kebijakan dividen) adalah keputusan yang mengacu pada laporan laba rugi perusahaan yang akan dipegang oleh pemegang saham. Di sini, perusahaan memutuskan bagi hasil yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditanamkan kembali di perusahaan. Menurut (Keown et al., 2017) dalam (Nerviana, 2015), kebijakan dividen mencakup dua komponen dasar. Yang pertama adalah rasio pembayaran dividen yang menunjukkan jumlah dividen yang diperingkat relatif terhadap pendapatan perusahaan. Kemudian, yang kedua adalah stabilitas pembagian waktu. Harapan untuk inflasi di masa depan sangat erat, tetapi tidak sempurna, berkorelasi dengan tingkat yang dialami di masa lalu. Oleh karena itu, jika tingkat inflasi yang dilaporkan untuk bulan lalu meningkat, investor sering kali menaikkan ekspektasi mereka untuk

inflasi di masa depan, dan perubahan ekspektasi ini akan menyebabkan peningkatan pembayaran dividen (Brigham & Houston, 2016).

Perusahaan yang bergerak dalam industri manufaktur merupakan salah satu korporasi raksasa yang dominan di Bursa Efek Indonesia. Pada tahun 2017 terpantau perekonomian Indonesia bertumbuh sebesar 5,07% dengan nilai produk domestik bruto (PDB) sebesar 13.588,8 triliun rupiah, dimana 2.739,4 triliun merupakan kontribusi PDB dari sector manufaktur. Berdasarkan data Koordinasi Penanaman Modal (BPKM), investasi yang direalisasikan perusahaan manufaktur terus bertumbuh secara signifikan. Nilai investasi sektor manufaktur pada tahun 2018 saja adalah sebesar 222,3 triliun rupiah. Sejak tahun 2015 sampai tahun 2018 perusahaan manufaktur terus berkembang investasinya sehingga mampu meningkatkan peningkatan tenaga kerja sebesar 17.4%. (Rini, 2019). Realisasi investasi Sektor Pangan bernilai 39,1 triliun rupiah. Selain itu investasi pada industri kimia dan farmasi mencapai nilai real 13,3 miliar rupiah (Sari & Masdupi, 2019). Tingginya pertumbuhan investasi pada sektor manufaktur tersebut menunjukkan bahwa perusahaan ini dapat memperoleh kepercayaan dari pemegang saham untuk investasi yang ditanamkan. Hal ini juga mengindikasikan adanya kinerja perusahaan yang baik sehingga memberikan imbas kepada kebijakan pembayaran dividennya.

Fenomena yang terjadi akhi-akhir ini, banyak perusahaan yang berusaha meningkatkan pembagian dividen di tengah kondisi perekonomian yang sulit di Indonesia. Ada banyak faktor yang dapat mempengaruhi *Dividend Policy*.

Perusahaan harus menyediakan sejumlah uang tunai untuk membayar dividen kepada pemegang saham, hal ini yang menyebabkan beberapa perusahaan beranggapan bahwa dividen yang diberikan dapat memberatkan perusahaan. Penelitian ini ingin menginvestigasi pengaruh inflasi, *Good Corporate Governance*, dan *Investment Opportunity Set* terhadap *Dividend Policy* pada perusahaan yang bergerak dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2017-2019.

## METODE

Subyek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2019. Penelitian ini menggunakan desain penelitian deskriptif. Pengambilan sampel menggunakan *nonprobability sampling* dengan teknik *purposive sampling* dimana sampel ditentukan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan. Kriteria perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel adalah: (1) Terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara terus menerus selama periode 2017-2019. (2) Menyajikan laporan keuangan lengkap tahun 2017-2019. (3) Membagikan dividen selama tahun 2017-2019.

Variabel dependen yang pada penelitian ini adalah Kebijakan Dividen yang diprosikan dengan *Dividend Payout Ratio*. *Dividend Payout Ratio*, dapat diartikan sebagai dividen per saham dibagi pendapatan per saham. Rasio pembayaran dividen menurut (Bangun et al., 2018) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividend}}{\text{Net Income After Tax}}$$

Variabel independen dalam penelitian ini adalah Inflasi, *Good-Corporate-Governance*, dan *Investment Opportunity Set*.

Pengukuran variable independen dirumuskan sebagai berikut:

Inflasi, yaitu kenaikan yang terus menerus pada tingkat harga umum barang dan jasa dari waktu ke waktu (Akinsola & Odhiambo, 2017). Data tingkat inflasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat inflasi berdasarkan indeks harga konsumen (IHK) yang diterbitkan oleh Bank Indonesia selama periode Januari 2017 - Desember 2019 dalam bentuk persentase.

*Good Corporate Governance*, dapat didefinisikan sebagai mekanisme, proses dan hubungan dimana organisasi dipantau dan diarahkan (Kulathunga et al., 2017). *Good Corporate Governance* (GCG) dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan persentase *Board Independence* (komisaris independen). *Board Independence* diukur dengan membandingkan jumlah komisaris independen dengan jumlah komisaris di perusahaan menggunakan rumus yang mengacu pada Bangun et al., (2018) sebagai berikut:

$$\text{Board Indp} = \frac{\text{The number of indep commissioners}}{\text{The total board of commissioners}}$$

*Investment-Opportunity-Set* (IOS), merupakan pilihan kesempatan investasi masa depan yang dapat mempengaruhi pertumbuhan aktiva perusahaan atau proyek yang memiliki net present value positif (Hidayah, 2015).

Pengukuran IOS dengan *market value to book ratio* dengan formula seperti berikut ini (Lestari et al., 2019):

$$\text{Market to Book Ratio} = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}, \text{ dimana :}$$

Book Value per Share

$$= \frac{\text{Total Assets} - \text{Total Liability}}{\text{Outstanding Share}}$$

Menurut (Vijayamohan, 2017) dan (Natsir & Yusbardini, 2020), data panel atau *pooled data* adalah suatu kombinasi dari data *time series* dan *cross-section*. Terdapat tiga metode regresi berganda yang dapat digunakan dalam mengoperasikan data panel, yaitu sebagai berikut:

a. *Pooled Least Square* (PLS) atau *Common Effect*. Persamaan untuk *Pooling Least Square* diformulasikan seperti berikut:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \varepsilon_{it}$$

b. *Fixed Effect* Persamaan dinotasikan sebagai berikut :

$$Y_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D_2 + \dots + \alpha_n D_n + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \varepsilon_{it}$$

c. *Random Effect*. Estimasi *Random Effect* ini merupakan model variasi dari estimasi *generalized least square* (GLS) (Wahyuni & Mahmudah, 2017). Dalam *fixed effect model* persamaan model dapat dituliskan dengan formula berikut:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \varepsilon_{it} + \mu_{it}$$

Pemilihan model terbaik berdasarkan ketiga estimasi diatas dilakukan dengan Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier jika diperlukan.

Pengujian hipotesis yang dilakukan adalah sebagai berikut:

- Uji-t, dilakukan untuk mengetahui pengaruh secara parsial variabel independen terhadap variabel dependen.
- Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ), merupakan suatu teknik untuk mengukur seberapa besar variabel independen berkontribusi dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Nilai  $R^2$  yang hampir

mendekati 1(satu) memberi arti bahwa variabel independen mampu menjelaskan hampir semua informasi yang diperlukan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2016).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Data panel yang diekstrak dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang memenuhi persyaratan sebanyak 42 perusahaan diolah dengan bantuan perangkat lunak Microsoft Excel dan Eviews 11.

### Hasil Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan (korelasi) antar variabel independen. Apabila nilai korelasi antar variable bebas diatas 0,8 (>0,8) maka dapat dikatakan terjadi multikolinearitas antar variabel-variabel independen. (Liang & Natsir, 2019).

Berikut merupakan hasil dari Uji Multikolinearitas sebagai berikut :

Tabel 1. Hasil pengujian Multikolinieritas

	INFLASI	GCG	IOS
INFLASI	1.000000	-0.068069	-0.035207
GCG	-0.068069	1.000000	0.010461
IOS	-0.035207	0.010461	1.000000

Sumber: Hasil olah data

Berdasarkan hasil uji multikol pada tabel 1 diatas, bahwa nilai yang dihasilkan tidak ada yang melebihi angka 0.8. Hal ini berarti tidak terindikasi adanya multikolinieritas antar variabel independen.

### Pemilihan Model Terbaik

Langkah pertama dalam menentukan model yang tepat untuk data penelitian yang berbentuk data panel adalah melakukan uji Chow. Uji Chow digunakan untuk mengidentifikasi model

terbaik diantara *Fixed Effect Model (FEM)* dan *Common Effect Model (CEM)*. Jika probabilitas *F cross-section chi square* melebihi 0.05 maka sebaiknya data diestimasi menggunakan *CEM*. Sebaliknya, apabila probabilitas *F* lebih kecil dibanding 0.05 maka lebih baik menggunakan pendekatan *FEM*. Jika model yang terpilih adalah *FEM* maka dilakukan uji Hausman untuk menentukan keputusan selanjutnya manakah yang lebih baik diantara *Fixed Effect Model* atau *Random Effect Model*. Hipotesis dan hasil pengujian disarikan pada tabel di bawah ini:

Tabel 2. Pemilihan model estimasi Terbaik

Hasil Pengujian Model		
<b>Chow Test</b>	H <sub>0</sub> = <i>Common Effect Model</i> H <sub>a</sub> = <i>Fixed Effect Model</i> H <sub>0</sub> ditolak jika <i>cross-section chi-square</i> < 0.05	Hasil: Terpilih <i>fixed effect model</i> , karena hasil dari <i>cross-section chi square</i> = 0.0236 < 0.05
<b>Hausman Test</b>	H <sub>0</sub> = <i>Random Effect Model</i> H <sub>a</sub> = <i>Fixed Effect Model</i> H <sub>0</sub> ditolak jika <i>cross section random probability</i> < 0.05	Hasil: Terpilih <i>random effect model</i> , karena <i>cross section random probability</i> = 0.5694 > 0.05
Kesimpulan: model yang paling sesuai <i>Random Effect Model</i> .		

Sumber: Hasil olah data

### Analisis Regresi Linier Berganda.

Analisis Rgresi linier berganda digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya pengaruh variabel independen (inflasi, *GCG* dan *IOS*) terhadap variabel dependen (Kebijakan Dividen) pada data. Model estimasi menggunakan model *random effect* yang ditentukan berdasarkan hasil estimasi kecocokan model menggunakan uji Chow dan Uji Hausman.



Tabel 3. Analisis Regresi Linier Berganda

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
INFLASI	13.64969	11.04519	0.0000
GCG	0.475229	0.807788	0.4208
IOS	0.033837	5.786460	0.0000
Adjusted R <sup>2</sup>		0.055559	

Sumber: hasil pengolahan data

Analisis regresi linier berganda yang diperlihatkan pada tabel 3, memunculkan persamaan structural berikut ini;

$$\text{DPR} = -0.2914 + 13.64969\text{INFLASI} + 0.47523\text{GCG} + 0.03384\text{IOS} + e$$

Berdasarkan persamaan struktural di atas dapat diketahui keterkaitan antara variabel independen dengan variabel dependen. Inflasi mempunyai koefisien regresi sebesar 13.64969 dengan tanda positif, yang artinya setiap kenaikan 1 satuan variabel Inflasi akan menaikkan DPR sebesar 13.64969 satuan dengan asumsi nilai variabel independen lainnya tetap.

*Good Corporate Governance* (GCG) mempunyai koefisien regresi sebesar 0.475229, artinya setiap perubahan 1 unit pada variabel *Good Corporate Governance* (GCG) akan merubah nilai DPR sebesar 0.475229 satuan dengan arah yang sama dimana diasumsikan nilai variabel independen lainnya tetap.

*Investment Opportunity Set* (IOS) memiliki koefisien regresi sebesar 0.03384, mengandung makna bahwa setiap perubahan 1 unit pada variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) akan menyebabkan perubahan nilai DPR sebesar 0.03384 dengan arah yang sama dimana diasumsikan nilai variabel independen lainnya tetap.

### Hasil Uji Statistik t

Dengan memperhatikan hasil uji-t yang tertera pada Tabel 3. menunjukkan bahwa INFLASI memiliki nilai

signifikansi Prob. 0.0000 lebih kecil dari 0,05 dan t-Statistic 11.04519 (>1.96) yang berarti bahwa inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen yang diprosikan oleh DPR.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa GCG memiliki nilai signifikansi Prob 0.4208 lebih besar dari 0,05 dan t-statistic sebesar 0.807788 (<1.96), yang berarti bahwa GCG berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen yang diprosikan oleh DPR.

Hasil pengujian menunjukkan IOS memiliki nilai signifikansi 0,0000 <0.05 dan t-statistic sebesar 5.786460 (>1.96). Hasil ini menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen yang diprosikan dengan DPR.

### Hasil Uji Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)

Uji Koefisien Determinasi ini bertujuan untuk mengetahui besarnya perubahan variasi variabel dependen yaitu kebijakan dividen yang dapat dijelaskan dari variasi variabel independen, yaitu INFLASI, GCG dan IOS dan nilai sisanya dapat ditentukan oleh faktor-faktor lainnya. Jika nilai koefisien ini semakin besar, dan mendekati angka 1, maka dapat diartikan besarnya kemampuan variabel independen untuk menjelaskan

Berdasarkan hasil pengujian pada Tabel 3 diperoleh bahwa nilai Adjusted R-squared sebesar 0.055559 atau sekitar 5.6%. Artinya variabel kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variable INFLASI, GCG, dan IOS hanya sebesar 5.6%, sedangkan 94,4% sisanya dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak disertakan dalam penelitian ini.

### **Pengaruh inflasi terhadap Kebijakan Dividen.**

Hipotesis pertama adalah Inflasi berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen. Hipotesis pertama tidak diterima karena berdasarkan hasil uji t-statistik dengan menggunakan proksi tingkat inflasi, koefisien inflasi bernilai positif yang artinya apabila inflasi meningkat maka Kebijakan Dividen akan meningkat. Hasil pengujian juga menunjukkan bahwa Inflasi memiliki pengaruh yang signifikan (0.000) terhadap DPR. Ekspektasi untuk inflasi di masa depan sangat erat, tetapi tidak sempurna berkorelasi dengan tingkat yang dialami di masa lalu. Oleh karena itu, jika tingkat inflasi yang dilaporkan untuk bulan lalu meningkat, investor sering kali menaikkan ekspektasi mereka untuk inflasi di masa depan, dan perubahan ekspektasi ini akan menyebabkan peningkatan pembayaran dividen (Brigham & Daves, 2010). Hasil penelitian ini juga terkait dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mirbagherijam (2015) yang menyatakan bahwa Inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen perusahaan. Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ardiyanti (2015) yang menyatakan bahwa Inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen perusahaan.

### **Pengaruh *good corporate governance* terhadap Kebijakan Dividen.**

Hipotesis kedua menunjukkan bahwa *good corporate governance* berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen, hipotesis ini ditolak karena berdasarkan hasil uji statistik t dapat diketahui bahwa *corporate governance* yang diproksikan

dengan *board independence* memiliki nilai signifikan sebesar 0.4208 yang lebih besar dari 0,05 dengan nilai koefisien regresi sebesar 0.475229 yang berarti tata kelola perusahaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga H<sub>2</sub> ditolak. Perusahaan dengan tata kelola perusahaan yang baik akan membagikan pembayaran dividen yang lebih rendah kepada investor. Jumlah komisaris independen pada suatu perusahaan pada umumnya jauh lebih kecil dibandingkan dengan total seluruh komisaris di perusahaan tersebut, sehingga hak suara komisaris independen tidak cukup berarti dalam setiap pengambilan kebijakan yang dilakukan perusahaan. Hal ini sesuai dengan riset terdahulu yang dilakukan oleh Shahid et al. (2016); Bangun et al. (2018) yang menyatakan bahwa *good corporate governance* yang diproksikan dengan *board independence* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Gunawan et al. (2019) yang menunjukkan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) berpengaruh positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

### **Pengaruh *investment opportunity set* terhadap Kebijakan Dividen.**

Hipotesis ketiga menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen, hipotesis ini diterima karena berdasarkan hasil pengujian statistik yang telah dilakukan dapat diketahui bahwa *investment opportunity set* mempunyai nilai signifikansi sebesar 0,0000 dengan nilai koefisien regresi 0.033837, yang artinya mempunyai gerakan yang searah

dengan dengan *dividend payout ratio*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan sehingga  $H_3$  diterima. Semakin tinggi *investment opportunity set* suatu perusahaan maka semakin tinggi dividen yang akan dibagikan kepada investor. Hal ini terjadi karena dana yang digunakan untuk membiayai investasi dapat mendongkrak laba perusahaan sehingga perusahaan dapat memperoleh keuntungan yang besar dan mampu merealisasikan dividen kepada para pemegang saham. Selain itu, manajemen perusahaan mungkin ingin menunjukkan bahwa perusahaan yang baik akan selalu memperhatikan para investornya yang telah menunjukkan kepercayaannya dalam berinvestasi. Dengan demikian dari investasi tersebut perusahaan dapat memperoleh profit yang besar, dan semakin besar profit yang diraih perusahaan makin meningkatkan dividen yang dipersembahkan kepada para investornya. Temuan penelitian ini tidak mendukung kepada *Pecking Order Theory* yang mengutamakan sumber pendanaan internal. Jadi untuk meningkatkan IOS, perusahaan menggunakan dana yang besar untuk mendapatkan keuntungan yang berakibat pada peningkatan pembayaran dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Andaswari et al. (2018) yang menemukan bahwa *investment opportunity set* mempengaruhi secara positif dan signifikan kepada kebijakan dividen perusahaan. Tetapi hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian Giriati (2016) yang menemukan bahwa *investment opportunity set*

mempengaruhi Kebijakan Dividen secara negatif dan signifikan.

## KESIMPULAN

Berdasarkan kepada hasil penelitian diatas dapat disimpulkan bahwa inflasi dan *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen secara positif dan signifikan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Artinya semakin besar inflasi dan kesempatan investasi pada perusahaan manufaktur berdampak positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Oleh karena itu, implikasi dari hasil riset terhadap manajemen perusahaan, investor maupun untuk para pelaku riset selanjutnya adalah sebagai berikut.

1. Implikasi terhadap peneliti selanjutnya. Pertama nilai R square relatif kecil maka untuk penelitian selanjutnya perlu diinvestigasi variabel lain yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, sehingga dapat memperluas ruang lingkup obyek penelitian.
2. Implikasi Terhadap Manajemen. Manajemen perusahaan harus memperhatikan faktor yang berpengaruh kepada kebijakan Dividen dan membuat kebijakan yang menarik bagi investor agar investor tertarik untuk menanamkan dananya.
3. Implikasi terhadap Investor. Setiap investor menginginkan pengembalian yang maksimal. Oleh karena itu investor memperhatikan informasi yang terkait dengan faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adityo, W., & Heykal, M. 2020. Analysis of the Effect of Profitability, Liquidity, Leverage and Company Growth Against Dividend Policy in LQ-45 Companies Period 2015-2017. *Journal of Applied Finance & Accounting*, 7(1), 9–16.
- Akinsola, F. A., & Odhiambo, N. M. 2017. Inflation and Economic Growth: A Review of the International Literature. *Comparative Economic Research*, 20(3), 41–56. <https://doi.org/10.1515/cer-2017-0019>
- Andaswari, S., Pitono, H., & Iskandar, R. 2018. Analysis of Investment Opportunity Set to Construction Companies Registered in IDX. *Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR)*, 35, 81–88.
- Ardiyanti, N. R. S. A. 2015. Pengaruh Faktor-Faktor Fundamental dan Teknikal terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Riset Akuntansi & Perpajakan (JRAP)*, 2(02), 218–228. <https://doi.org/10.35838/jrap.v2i02.113>
- Bangun, N., Yuniarwati, Y., & Santioso, L. 2018. Pengaruh Corporate Governance, Profitability, dan Foreign Ownership terhadap Dividend Policy pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016. *Jurnal Akuntansi*, 22(2), 279. <https://doi.org/10.24912/ja.v22i2.353>
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. 2019. *Intermediate Financial Management, 13th Edition* (Vol. 21, Issue 3). Cengage Learning, Inc. [https://doi.org/10.1016/0890-389\(89\)90100-5](https://doi.org/10.1016/0890-389(89)90100-5)
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. 2016. *Fundamentals of Financial Management, Concise Edition*. South-Western College Pub.
- Elly, O. D., & Hellen, K. W. 2018. Relationship Between Inflation and Dividend Payout for Companies Listed At the Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Education and Research*, 1(6), 1–8.
- Ghozali, I. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. BPFE Universitas Diponegoro.
- Giriati. 2016. Free Cash Flow, Dividend Policy, Investment Opportunity Set, Opportunistic Behavior and Firm's Value: (A Study About Agency Theory). *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219, 248–254. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.013>
- Gunawan, K. E., Murhadi, W. R., & Herlambang, A. 2019. The Effect of Good Corporate Governance on Dividend Policy. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research, 16 International Symposium on Management (INSYMA 2019)*, 308, 57–61. <https://doi.org/10.2991/insyma-19.2019.15>
- Hidayah, N. 2015. Pengaruh Investment Opportunity Set (Ios) Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Property Dan Real Estat Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, 19(3), 420–432. <https://doi.org/10.24912/ja.v19i3.89>
- IAI, I. A. I. 2012. *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK no, 23)*. Salemba Empat.
- Keown, A. J., Martin, J. D., & Petty, J. W.

2017. *Foundations of Finance Ninth edition* (Ninth Edit). © Pearson Education Limited 2017.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Warfield., erry D. 2020. *Intermediate Accounting. IFRS Edition. 4th Edition*. John Wiley & Sons, Inc.
- Kulathunga, K. M. K. N. S., Weerasinghe, W. D. J. D., & Jayarathne, J. A. B. 2017. Corporate Governance and Dividend Policy: A Study of Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific Research and Innovative Technology*, 4(2), 64–81.
- Lestari, H. S., Febrian, E., Nidar, S. R., & Sudarsono, R. 2019. Factors Influencing of Dividend Payout in Indonesia Stock Exchange. *American Research Journal of Business and Management*, 5(1), 1–7.  
<https://doi.org/10.21694/2379-1047.19002>
- Liang, I., & Natsir, K. 2019. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Manajerial dan Kewirausahaan*, 1(9), 481–488.
- Lubis, P. K. D. 2018. Analisis Pendapatan Berdasarkan PSAK No. 23 Pada PDAM Tirta Wampu Stabat. *Kitabah*, 2(1).
- Mambo, M. 2013. Relationship Between Inflation and Dividend Payout for Companies Listed At the Nairobi Securities Exchange. In *Research Project Report of Business Administration, University of Nairobi* (Vol. 1, Issue 6).
- Melicher, R. W., & Norton, E. A. 2017. *Introduction to Finance 16th Edition*. John Wiley & Sons, Inc.
- Mirbagherijam, M. 2014. Asymmetric Effect of Inflation on Dividend Policy of Iran's Stocks Market. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(2).  
<https://doi.org/10.6007/ijarbss/v4-i2/652>
- Natsir, K., & Yusbardini. 2020. The Effect of Capital Structure and Firm Size on Firm Value through Profitability as Intervening Variable. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 8th International Conference on Entrepreneurship and Business Management (ICEBM 2019), 145, 218–224.  
<https://doi.org/10.4172/2167-0234.1000298>
- Nerviana, R. 2015. The Effect of Financial Ratios and Company Size on Dividend Policy. *The Indonesian Accounting Review*, 5(1), 23–32.  
<https://doi.org/10.14414/tiar.v5i1.486>
- Omerhodžić, S. 2014. Identification and Evaluation of Factors of Dividend Policy. *Economic Analysis*, 47(1–2), 42–58.
- Onanjiri, R. N., & Korankye, T. 2014. Dividend Payout and Performance of Quoted Manufacturing Firms in Ghana. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(15), 37–42.
- Rini, A. S. 2019. *Pasca Pemilu 2019 Manufaktur Diproyeksi Tumbuh Agresif*. *Bisnis Indonesia*.  
<https://koran.bisnis.com/read/20190422/447/913789/pasca-pemilu-2019-manufaktur-diproyeksi-tumbuh-agresif>
- Sari, I. P., & Masdupi, E. 2019. Profil Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur dan Determinannya. *Jurnal Kajian Manajemen Dan Wirausaha*, 01, 44–49.
- Septian, R. 2016. Faktor yang Mempengaruhi Dividend Policy pada Perusahaan Non-Financial yang

- Terdaftar di BEI. *Seminar Nasional Cendekiawan*, 30.1-30.13.
- Shahid, M. S., Gul, F., & Rizwan, M. 2016. Ownership Structure, Board Size, Board Composition and Dividend Policy: New Evidence From Two Emerging Markets. *Journal of Business Studies*, 12(2). <https://doi.org/10.46745/ilma.jbs.2016.12.02.02>
- Tahu, G. P. 2018. *Anteseden Dividend Policy dan Implikasinya pada Nilai Perusahaan*. Bali. CV. Noah Aletheia.
- Vijayamohanan, P. N. 2017. Panel Data Analysis Lecture Notes. *Time*, 1968,1-6. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.17285.24809>
- Wahyuni, I. I., & Mahmudah. 2017. Random Effect Model pada Regresi Panel untuk Pemodelan Kasus Gizi Buruk Balita di Jawa Timur tahun 2013-2016. *Jurnal Biometrika Dan Kependudukan*, 6(1), 52–61.
- Yolanda, Y. 2017. Analysis of Factors Affecting Inflation and Its Impact on Human Development Index and Poverty in Indonesia. *European Research Studies Journal*, 20(4), 38–56. <https://doi.org/10.35808/ersj/873>