



FAKTOR-FAKTOR PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN PADA BUMN INDONESIA

Amelia Christy Prasetya^{1*}, Susanto Salim²

^{1,2} Universitas Tarumanagara Jakarta

ameliachristy03@gmail.com¹, susantos@fe.untar.ac.id²

Abstrak

Tujuan penelitian ini yaitu mengetahui pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen, pengaruh Tata Kelola terhadap Kebijakan Dividen dan pengaruh *Government Ownership* terhadap Kebijakan Dividen. Laporan keuangan perusahaan merupakan sumber data sekunder penelitian ini. Pemilihan sampel dilakukan dengan purposive sampling, dimana diperoleh 76 sampel BUMN yang tercatat di BEI 2019 – 2023. Pada temuan penelitian, *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen, Fleksibilitas pilihan peluang investasi perusahaan di masa mendatang bagi perusahaan ataupun pembiayaan di masa depan secara searah meningkatkan pertumbuhan ekuitas dan aset perusahaan. Tata Kelola tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Independensi komisaris sebagai salah satu prinsip tata kelola diharapkan dapat mewakili suara dari pihak-pihak tersebut namun faktor lain operasional dan ekspansi menjadi prioritas perusahaan. *Government Ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Kepentingan penerimaan negara mungkin tergeser oleh tanggung jawab Pemerintah dalam kemajuan kesejahteraan umum yang merupakan salah satu tujuan negara.

Kata Kunci: Government Ownership, Investment Opportunity Set, Kebijakan dividen, Tata kelola.

Abstract

The purpose of this study is to determine the effect of Investment Opportunity Set on Dividend Policy, the effect of Governance on Dividend Policy and the effect of Government Ownership on Dividend Policy. The company's financial report is a secondary data source for this study. Sample selection was carried out by purposive sampling, which obtained 76

samples of BUMN listed on the IDX 2019 - 2023. In the research findings, Investment Opportunity Set has a significant positive effect on Dividend Policy, Flexibility of choice of investment opportunities for the company in the future for the company or future financing in one direction increases the growth of equity and company assets. Governance does not have a significant effect on Dividend Policy. The independence of commissioners as one of the principles of governance is expected to represent the voice of these parties, but other operational and expansion factors are the company's priorities. Government Ownership has a significant negative effect on Dividend Policy. The interests of state revenue may be displaced by the government's responsibility in advancing public welfare which is one of the goals of the state.

Keywords: Government Ownership, Investment Opportunity Set, Dividend policy, Governance.

PENDAHULUAN

Rekor tertinggi dividen BUMN tercatat pada tahun 2023 yang diawali momentum peningkatan tahun 2019 dan diikuti oleh fluktuasi. Dilansir dari CNBC Indonesia, dividen tahun 2023 mencatatkan rekor tertinggi sepanjang sejarah Indonesia (CNBC, 2023). Kementerian BUMN merealisasikan setoran dividen tunai sebesar Rp 82,1 triliun ke kas negara. Sumbangan penerimaan negara tersebut jauh melampaui tahun 2018 sebesar Rp45,06 triliun. Pencapaian ini meyakinkan pemegang saham BUMN untuk menargetkan setoran dividen tunai sebesar Rp85,8 triliun di tahun 2024. Pemerintah memiliki ekspektasi penambahan pos dividen BUMN pada rombakan rancangan APBN. Pada penelitian ini, terdapat faktor pengaruh kebijakan dividen diantaranya: *Investment Opportunity Set*, Tata Kelola dan *Government Ownership*.

Dividen yang dibagikan perusahaan meningkat ketika perusahaan lebih fleksibel dalam berinvestasi. Mengutip CNBC Indonesia, saham Bank Mandiri (BMRI) dan Bank Tabungan Negara (BTN) terus mencetak rekor harga penutupan (Rachman, 2023). Setelah ditutup pada harga Rp7.275 pada tanggal 7 Februari 2024, BMRI memecahkan rekor baru dengan harga Rp7.500 pada tanggal 15 Maret 2024. Saham rekan BUMN, Bank Tabungan Negara, ditutup melonjak lebih dari 9% pada tanggal 22 Maret 2024 menjadi Rp1.560. Kenaikan harga saham tersebut memengaruhi nilai pasar perusahaan secara signifikan. Perusahaan dinilai memiliki pertumbuhan ekuitas dan aset yang signifikan. Rasio *Investment Opportunity Set* juga mengalami tren peningkatan.

Keputusan strategik terkait dividen mempertimbangkan kepentingan seluruh stakeholder, termasuk pemegang saham minoritas. Mengutip Bisnis.com, Menteri BUMN Indonesia, Erick Thohir, menginisiasi perubahan atas komisaris independen PT PP (Persero) Tbk untuk memperkuat daya saing perusahaan dan pemenuhan kepentingan



pemegang saham. Kementerian BUMN menginstruksikan dua BUMN untuk tidak membagikan dividen tahun buku 2023, salah satunya PT Pembangunan Perumahan (Persero) Tbk. Ketika kondisi keuangan pulih, operasi perusahaan diharapkan kembali optimal dan mengalami peningkatan imbal hasil.

Kepentingan Pemerintah sebagai pemegang saham mayoritas dapat menjadi pertimbangan yang signifikan untuk pembayaran dividen yang lebih besar. Mengutip Bisnis.com, usulan Penyertaan Modal Negara (PMN) Tahun Anggaran 2025 Kementerian BUMN sebesar Rp44,24 triliun telah disetujui oleh Komisi VI DPR RI. Jumlah BUMN penerima PMN adalah 16 perusahaan tersebar pada hampir seluruh sektor BUMN. Perancangan dan persetujuan usulan PMN didasarkan pada pengawasan atas realisasi PMN tahun 2020 hingga 2024. Kinerja BUMN yang didukung melalui PMN meyakinkan Pemerintah akan pertumbuhan perusahaan.

Penelitian yang dilakukan mencakup BUMN Indonesia sebagai kontributor besar atas pendapatan negara beberapa tahun terakhir. Pemerintah memiliki ekspektasi atas imbal hasil BUMN pada APBN 2024. *Investment Opportunity Set*, Tata Kelola dan *Government Ownership* menjadi faktor pengaruh kebijakan dividen penelitian. Penelitian diharapkan memberikan kontribusi bagi investor terkait dividen, bagi perusahaan atas pandangan investor atas kebijakan dividen serta bagi pihak peneliti selanjutnya sebagai referensi penelitian atas kebijakan dividen.

LANDASAN TEORI

Signaling Theory

Signaling Theory menerangkan adanya ketidakseimbangan informasi antara pemegang saham dan manajemen (Ross, 1977). Manajemen sebagai pengelola perusahaan tidak selalu mengungkapkan seluruh informasi perusahaan karena memengaruhi pandangan investor terhadap perusahaan. Kebijakan dividen adalah pengungkapan perusahaan yang diketahui oleh pemegang saham dan secara langsung memengaruhi kepentingan mereka. Investor dan pasar modal dapat mengaitkan kualitas kinerja dan prospek pertumbuhan perusahaan dengan dividen yang dibayarkan. Tran & Le, (2019) menyebutkan bahwa manajemen sangat berhati-hati dalam memberikan sinyal kepada pemegang sahamnya.

Agency Theory

Agency Theory memaparkan hubungan agensi dalam kontrak antara principal dan agen (Jensen & Meckling, 1976). Manajemen perusahaan berperan sebagai agen bagi pemilik perusahaan, yakni pemegang saham. Tidak menyatunya kedua entitas memberikan celah ketidaksesuaian realisasi kepentingan principal dan perlu diantisipasi melalui insentif dan supervisi yang menimbulkan biaya, yakni *agency cost* (Triyono et al., 2019). Pertentangan kepentingan pengelola dengan tanggung jawabnya menghasilkan suatu *conflict of interest*. Kondisi tersebut



menimbulkan dilema dalam pengambilan keputusan manajemen. Widyasti & Putri, (2021) menyatakan bahwa diperlukan kebijakan yang menyelaraskan kepentingan perusahaan dan pemegang sahamnya guna memastikan kesejahteraan kedua pihak.

Stewardship Theory

Teori stewardship dijelaskan sebagai karakteristik steward untuk melayani sehingga mengesampingkan kepentingan pribadinya (Davis et al., 1997). Badan Usaha Milik Negara (BUMN) bertindak sebagai pelayan dalam mencapai tujuan perusahaan serta memberikan nilai bagi negara. Manajemen BUMN mengutamakan kepentingan kelompok stakeholder secara umum sehingga berorientasi pada kepentingan publik dalam jangka panjang. Pengelolaan BUMN tidak terbatas pada penghasilan laba. Kebijakan dividen BUMN mempertimbangkan kepercayaan dan kepentingan investornya. Perusahaan bertujuan untuk menjaga konsistensi dividen yang diberikan kepada pemegang saham dalam kapasitasnya sebagai steward.

Kebijakan Dividen

Dividen adalah bentuk respon perusahaan terhadap dana yang telah ditanamkan pemegang saham (Permatasari & Atiningsih, 2021). Mengutip Mnune & Purbawangsa, (2019), persentase dividen yang dibagikan tidak pasti bergantung pada fluktuasi peluang dana yang digunakan sesuai keputusan perusahaan. Namun Renitia et al., (2020) mengklaim bahwa kredibilitas perusahaan tercermin dari kebijakan dividen. *Dividend Payout Ratio* (DPR) yaitu proporsi kekayaan perusahaan yang dialokasikan kepada pemegang saham merupakan metrik yang berguna untuk mengevaluasi kebijakan dividen. Mengutip Jannah, (2018), investor sering kali mengantisipasi penerimaan dividen secara berkala setelah perusahaan mulai membagikannya.

Investment Opportunity Set

Investasi yang dilakukan pemegang saham pada suatu perusahaan untuk mendapatkan return yang lebih besar membutuhkan peluang, rencana, ataupun proyek yang mampu merealisasikan harapan tersebut (Permatasari & Atiningsih, 2021). Peluang dan rencana tersebut bergantung pada kombinasi aset dan pilihan investasi di masa depan. Hasanuh, (2019) menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* adalah cerminan pertumbuhan ekuitas dan aset perusahaan. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi sering dikaitkan dengan *Investment Opportunity Set* yang tinggi (Sajiwo & Arifin, 2023). Membandingkan nilai pasar ekuitas perusahaan dengan nilai bukunya menghasilkan rasio yang tepat, yang dikenal sebagai *Market to Book Value of Equity*.

Tata Kelola

Mengutip Kulathunga et al., (2017), tata kelola perusahaan adalah mekanisme organisasi dipantau dan diarahkan yang melibatkan berbagai pihak dalam perusahaan. Dewan direksi dan komisioner berperan sebagai

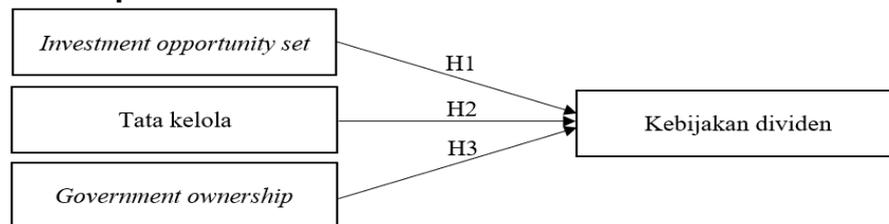


promotor tata kelola karena pemegang saham mempunyai wewenang perwakilan di manajemen tingkat atas. Pengambilan keputusan stratejik bergantung pada pihak-pihak pengambil keputusan. Pihak-pihak penanggung jawab tata kelola perusahaan terdiri dari manajemen, dewan direksi, dewan komisaris, serta pemegang saham. Tata kelola yang baik akan meningkatkan kepercayaan diri investor terhadap perusahaan melalui transparansi, akuntabilitas, dan tanggung jawab manajemen perusahaan (Huynh & Cong, 2017).

Government Ownership

Kerry, (2018) mengartikan porsi kepemilikan pemerintah atas perusahaan. Di Indonesia, perusahaan dengan Pemerintah sebagai pemegang saham mayoritasnya adalah Badan Usaha Milik Negara. Saham BUMN dimiliki oleh Pemerintah sebanyak lebih dari 50% dari jumlah lembar saham beredar. Pemerintah menjadi pemilik pengendali BUMN. PerPem Nomor 41 Tahun 2003 mengenai Pengelolaan BUMN menjabarkan bagaimana Pemerintah memperoleh dan mempertahankan kepemilikannya. Pembelian saham BUMN Perusahaan Terbuka melalui bursa saham serta partisipasi pada penerbitan saham baru (*right issue*) BUMN menjadi beberapa cara. Penyertaan Modal Negara (PMN) adalah mekanisme lain penambahan modal yang Pemerintah tempatkan pada saham BUMN.

Kerangka Konseptual



Gambar 1 Kerangka Penelitian

Berdasarkan kerangka konsep sebelumnya, dibuat beberapa hipotesis diantaranya:

H1 : *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

H2 : Tata kelola berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

H3 : *Government Ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Penelitian kuantitatif dilakukan dengan variabel dependen kebijakan dividen (Y) dan variabel independen *Investment Opportunity Set* (X1), tata kelola (X2) dan *Government Ownership* (X3). Populasi penelitian adalah BUMN dengan data dari laporan keuangan perusahaan. Metode

pemilihan sampel Nonprobability Sampling berjenis Purposive Sampling dengan kriteria: (1) BUMN yang beroperasi selama tahun 2019 – 2023, (2) BUMN dengan jenis Perseroan Terbatas Terbuka (Tbk), (3) BUMN yang konsisten menyajikan laporan keuangan di tanggal 31 Desember, (4) BUMN yang perdagangan sahamnya berjalan secara konsisten. Proses pemilihan sampel penelitian menyisakan 76 data panel atas 17 perusahaan.

Pengukuran variabel menggunakan Microsoft Excel dan SPSS. Pengujian hipotesis dengan uji koefisien determinasi (R^2), uji F dan uji t serta analisis regresi linear berganda:

$$DPR = \alpha + \beta_1 MBVE + \beta_2 BI + \beta_3 GOV + \varepsilon$$

DPR = Dividend Payout Ratio

α = Nilai Konstanta

$\beta_1 - \beta_3$ = Nilai Koefisien Variabel

MBVE = Market to Book Value of Equity

BI = Board Independence

GOV = Government Ownership

ε = Error Term

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Statistik Deskriptif

Temuan uji statistik deskriptif menjelaskan karakteristik 76 data penelitian atas 4 variabel penelitian, yaitu kebijakan dividen (*DPR*), *Investment Opportunity Set (MBVE)*, tata kelola (*BI*) dan *Government Ownership (GOV)*.

Tabel 1. Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<i>DPR</i>	76	0.0000	0.8500	0.2366	0.2581
<i>MBVE</i>	76	0.2800	1.8600	1.0193	0.3847
<i>BI</i>	76	0.2000	0.7000	0.4563	0.1315
<i>GOV</i>	76	0.5100	0.8248	0.6308	0.1046

Variabel *DPR* memiliki nilai 0 pada *minimum* yang berarti tidak ada dividen yang dibayarkan oleh BUMN. Nilai *maximum* atas variabel *DPR* sebesar 0.8500 yang berarti kebijakan perusahaan untuk membagikan dividen sebesar 85% dari laba tahun buku sebelumnya. Variabel *DPR* memiliki *mean* senilai 0.2366 dengan makna perusahaan BUMN membagikan 23.66% dari laba yang dihasilkan setiap tahunnya kepada pemegang saham selama 5 tahun periode penelitian. Karakteristik lain yang perlu diperhatikan ialah *standard deviation* dari 76 data penelitian terhadap variabel *DPR*. Nilai *standard deviation* 0.2581 lebih besar dibandingkan *mean*. Nilai *standard deviation* yang relatif tinggi memberikan penjelasan terkait data *Dividend Payout Ratio* yang relatif tersebar menjauh dari *mean*.



Variabel *MBVE* memiliki nilai *minimum* 0.28. Hasil tersebut diartikan dengan nilai pasar ekuitas perusahaan yang relatif rendah, yakni 0.28 kali lipat dari nilai bukunya. Nilai maksimum sebesar 1.86 memiliki makna bahwa nilai pasar ekuitas lebih tinggi, yakni sebesar 1.86 kali lipat dari nilai bukunya. *Minimum* dan *maximum* atas variabel *MBVE* memiliki ketimpangan yang relatif jauh. Hal ini menandakan setiap BUMN memiliki fleksibilitas peluang investasi yang beragam meskipun dimiliki oleh pemegang saham mayoritas yang sama. Rata-rata dari variabel *MBVE* yang didapatkan sebesar 1.0193. Nilai tersebut menyimpulkan bahwa BUMN selama 5 tahun periode penelitian memiliki nilai pasar ekuitas sebesar 1.0193 lipat dari nilai buku yang dicatatkan. *Standard deviation* variabel *Market to Book Value of Equity* senilai 0.3847 yang mana lebih rendah dibanding *mean*. Perkiraan persebaran data disimpulkan relatif terkonsentrasi di sekitar *mean* variabel.

Variabel *BI* terendah berada pada rasio 0.2 dengan makna komisaris independen perusahaan berjumlah 20% dari keseluruhan dewan komisaris. Proporsi komisaris independen terbanyak adalah sebesar *maximum* 0.7. Hasil tersebut diartikan dengan komisaris independen suatu perusahaan sebanyak 70% dari seluruh anggota dewan pengawas. Keseluruhan 76 data penelitian terhadap proporsi komisaris independen perusahaan memiliki *mean* 58%. Perkiraan sebaran data *BI* diwakili oleh nilai *standard deviation* 0.4563. Nilai tersebut lebih tinggi dibanding *mean* variabel. Data variabel *Board Independence* dinilai tersebar menjauh dari *mean* variabel.

Variabel *Government Ownership* memiliki *minimum* sebesar 0.51 yang mewakilkan kepemilikan Pemerintah sebagai pemegang saham mayoritas atas 51% saham BUMN. Nilai *maximum* variabel *GOV* sebesar 82.48%. Rata-rata kepemilikan Pemerintah sebesar 0.6308 yang setara dengan 63.08% dari jumlah lembar saham BUMN. *Standard deviation* atas *Government Ownership* sebesar 0.10463. Lebih rendahnya nilai tersebut dibanding rata-rata memberikan gambaran perkiraan sebaran data yang dekat dengan *mean* variabel.

Uji Normalitas

Penerapan uji Kolmogorov-Smirnov terhadap residu variabel penelitian pada 76 sampel penelitian dilakukan dalam uji normalitas.

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas

	<i>Unstandardized Residual</i>
N	76
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0.056

Nilai signifikan yang dihasilkan adalah 0,056, dimana nilainya > 0,05. Terpenuhinya kriteria tersebut mendasari validitas uji asumsi klasik terkait. Sampel data dinilai memiliki distribusi yang tidak berbeda secara signifikan dibanding distribusi normal.

Uji Multikolinearitas



Model penelitian menggunakan lebih dari satu variabel independen sehingga rentan akan masalah multikolinearitas. Hasil uji asumsi klasik ini diharapkan mencakup koefisien toleransi lebih tinggi atau sama dengan 0,10 dan nilai VIF kurang dari atau sama dengan 10.

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
MBVE	0.857	1.167
BI	0.952	1.051
GOV	0.890	1.123

Uji multikolinearitas variabel independen memenuhi kriteria tolerance > 0,1 dan VIF < 10. Kriteria atas uji multikolinearitas terpenuhi sehingga tidak ada gejala multikolinearitas pada variabel independen MBVE, BI dan GOV.

Uji Autokorelasi

Asumsi klasik autokorelasi diperlukan ketika adanya karakteristik runtut secara waktu pada data panel pada penelitian. Data diharapkan tidak memiliki masalah autokorelasi dengan indikator Durbin-Watson berada di antara nilai negatif 2 dan positif 2.

Tabel 4. Hasil Uji Autokorelasi

Persamaan Regresi	Durbin-Watson
1	1.055

Nilai Durbin-Watson (DW) hasil uji yaitu 1.755, masih dalam rentang negatif 2 dengan 2. Hasil uji asumsi klasik menghasilkan kesimpulan bahwa tidak terdapat gejala autokorelasi. Residual model regresi terbukti tidak saling berkorelasi secara sistematis dari satu periode dengan periode sebelumnya. Analisis data menjadi lebih andal karena model regresi lebih mampu memprediksi nilai-nilai baru dengan akurasi yang lebih tinggi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji yang digunakan untuk memastikan kondisi ideal homoskedastisitas dalam penelitian adalah uji Glejser. Hasil pengujian yang diharapkan adalah nilai sig > 0.05.

Tabel 5. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Sig.
MBVE	0.616
BI	0.775
GOV	0.748

Variabel *Market to Book Value of Equity (MBVE)*, *Board Independence (BI)* serta *Government Ownership (GOV)* mempunyai nilai sig > 0.05. Tidak ditemukan gejala heteroskedastisitas pada ketiga variabel independen.



Uji Analisis Regresi Berganda

Uji analisis regresi linier berganda dilakukan pada persamaan regresi guna mengetahui arah serta sifat hubungan variabel bebas dan variabel terikat.

Tabel 6. Hasil Uji Analisis Regresi Berganda

Variabel	Standardized Coefficients
Constant	0.326
MBVE	0.373
BI	0.191
GOV	-0.882

Berdasarkan hasil uji, persamaan regresi penelitian yaitu:

Nilai konstanta 0.326 akan menjadi nilai kebijakan dividen (*DPR*) ketika *Investment Opportunity Set (MBVE)*, tata kelola (*BI*) dan *Government Ownership (GOV)* bernilai 0. Setiap kenaikan satu satuan fleksibilitas peluang investasi (*MBVE*) menimbulkan kenaikan sebesar 0.613 satuan pada rasio pembayaran dividen (*DPR*) dengan asumsi variabel independen lain pada model regresi senilai 0 atau bernilai konstan. Setiap kenaikan satu satuan fleksibilitas peluang investasi (*BI*) menimbulkan kenaikan sebesar 0.191 satuan pada rasio pembayaran dividen (*DPR*) dengan asumsi variabel independen lain pada model regresi senilai 0 atau bernilai konstan. Setiap kenaikan satu satuan fleksibilitas peluang investasi (*BI*) menimbulkan penurunan sebesar 0.882 satuan pada rasio pembayaran dividen (*DPR*) dengan asumsi variabel independen lain pada model regresi senilai 0 atau bernilai konstan.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi ganda akan menilai kapabilitas model penelitian dalam menjelaskan berbagai variasi variabel dependen. Rentang koefisien berada pada angka 0 hingga 1. Suatu variabel bebas dapat menjelaskan variasi variabel terikat dengan lebih baik apabila koefisien determinasinya semakin meningkat mendekati 1.

Tabel 7. Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Persamaan Regresi	Adjusted R Square
1	0.575

Koefisien determinasi hasil uji statistik sebesar 0.575. Rasio tersebut ditransformasi menjadi bentuk persentase sebesar 57.5% untuk mempermudah interpretasi. Ketiga variabel independen dalam persamaan regresi merupakan 57.5% faktor yang memengaruhi variabel *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Keseluruhan faktor pengaruh, terdapat sisa pengaruh 42.5% yang berasal dari faktor lain di luar penelitian.

Uji F



Diperkirakan bahwa pengujian tersebut akan memberikan nilai signifikansi kurang atau sama dengan 0,05 dan nilai uji F terhitung > nilai tabel F. model penelitian mempunyai tingkat signifikansi (α) yaitu 0,05, banyak sampel data (n) yaitu 76, serta memiliki 3 variabel independen (k).

Tabel 8. Hasil Uji F

Persamaan Regresi	F	Sig.
1	34.762	.000

Temuan uji menyatakan nilai F 34.762 dengan nilai sig 0 hasil pembulatan oleh SPSS 27 Windows. Nilai F hitung > nilai F kritis 3.101. Nilai signifikan hasil uji juga < 0.05 dengan angka 0 hasil pembulatan oleh SPSS 27 Windows. Kedua kriteria uji F telah dipenuhi oleh model penelitian.

Uji t

Uji t mengukur kemampuan setiap variabel independen untuk memberikan dampak terhadap variabel dependen. Pengujian ini memperhatikan nilai signifikan hasil uji. Jika nilai sig suatu variabel kurang dari atau sama dengan 0,05, maka variabel tersebut dianggap berdampak signifikan.

Tabel 9. Hasil Uji t

Variabel	Coefficients	Sig.
MBVE	0.373	0.000
BI	0.191	0.211
GOV	-0.882	0.000

Variabel *Market to Book Value of Equity (MBVE)* dan *Government Ownership (GOV)* mendapatkan nilai signifikan 0 hasil pembulatan oleh SPSS 27 Windows. Variabel independensi manajemen (BI) memperoleh nilai signifikan 0.211. Uji t menyatakan *Investment Opportunity Set* dan *Government Ownership* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Uji t atas variabel tata kelola menyatakan pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh yang diberikan juga terbukti signifikan dalam menjelaskan variabel kebijakan dividen. Fleksibilitas pilihan peluang investasi perusahaan di masa mendatang bagi perusahaan ataupun pembiayaan di masa depan secara searah meningkatkan pertumbuhan ekuitas dan aset perusahaan. BUMN memerlukan peluang serta rencana untuk merealisasikan peluang investasinya. Perencanaan dan keputusan tersebut melibatkan kombinasi aset dan opsi investasi perusahaan di masa depan. Ketika perusahaan mampu menggunakan dananya dalam hal investasi dan pembiayaan masa depan, tingkat pertumbuhan ekuitas perusahaan akan mencerminkan hal tersebut. Fleksibilitas peluang investasi BUMN menjadi salah satu penentu tercapainya tujuan BUMN.



BUMN secara umum perlu menghasilkan laba dan memberikan imbal hasil kepada para pemegang sahamnya. Imbal hasil yang dimaksud juga berkaitan dengan tanggung jawab khusus BUMN terhadap Pemerintah dalam hal sumbangan penerimaan negara.

Hasil penelitian didukung oleh penelitian atas fleksibilitas peluang investasi oleh Gennusi & Maharani, (2021) ; Rahmadani & Trisnawati, (2023). Ketiga penelitian tersebut memaparkan bahwasannya *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Perusahaan yang kemampuan investasinya baik lebih berpotensi mendapatkan return yang lebih tinggi ke depannya. Temuan ini bertolakbelakang dengan penelitian Permatasari & Atiningsih, (2021) ; Sajiwo & Arifin, (2023) yang memaparkan bahwasannya terdapat pengaruh signifikan antara *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Dividen. Kesimpulan tersebut didasari oleh argumen terkait perbedaan prioritas manajemen perusahaan. Terbukanya opsi penempatan dana perusahaan menandakan kondisi perusahaan yang relatif stabil. Fleksibilitas tersebut memacu pihak manajemen untuk memperbanyak dana yang ditanamkan kembali ke laba ditahan perusahaan. Dana tersebut dapat digunakan untuk berinvestasi pada modal ataupun sumber daya lainnya yang dibutuhkan.

Pengaruh Tata Kelola terhadap Kebijakan Dividen

Board Independence menjadi tolak ukur tingkat tata kelola perusahaan akibat peran dewan komisaris untuk menjadi pihak yang tidak berkepentingan atas kebijakan perusahaan. Pengambilan keputusan yang mempertimbangkan seluruh pemangku kepentingan menjadi sebuah indikator yang baik dalam tata kelola perusahaan. Kebijakan strategis seperti pembayaran dividen ditentukan pada RUPS dan diharapkan menjadi lebih objektif. Pemegang saham mayoritas dan manajemen perusahaan memiliki hak suara ataupun kendali yang lebih besar dibanding pemegang saham minoritas dan stakeholder lainnya. Independensi komisaris diharapkan dapat mewakili suara dari pihak-pihak tersebut. Semakin banyak jumlah komisaris independen dalam jajaran dewan komisaris, diharapkan prinsip tata kelola yang baik semakin tercapai. Hal tersebut dikarenakan secara jumlah dan proporsi lebih banyak pihak yang mewakilkan stakeholder perusahaan. Peran komisaris dapat terlihat tidak signifikan akibat beberapa faktor lain. Prioritas manajemen akan operasional dan ekspansi perusahaan berkaitan lebih erat dengan tujuan utama perusahaan, yaitu laba. Strategi keuangan perusahaan dalam jangka pendek maupun panjang juga menjadi prioritas perusahaan agar tetap beroperasi secara normal. Perusahaan yang diteliti secara umum juga memiliki tingkat *Board Independence* yang tergolong rendah. Faktor-faktor tersebut menyebabkan pengaruh tidak signifikan antara variabel tata kelola dan kebijakan dividen BUMN.

Temuan ini relevan dengan Dissanayake & Dissabandara, (2021) ; Kanojia & Bhatia, (2022) yang menyatakan bahwasannya tidak adanya



pengaruh signifikan antara Tata Kelola dan Kebijakan Dividen. Dimana dividen yang lebih besar dibayarkan oleh perusahaan dengan tata kelola yang baik. Keputusan tersebut berorientasi pada pengurangan *agency cost*. Perbedaan kepentingan pemilik dan pengelola perusahaan dapat menimbulkan biaya tersebut. Ketika independensi dewan komisaris berfungsi sebagaimana mestinya, proses pengambilan keputusan lebih mempertimbangkan kepentingan seluruh pihak. Temuan dalam penelitian bertentangan dengan temuan Nazar, (2021) ; Pahi & Yadav, (2018) yang memaparkan bahwasannya terdapat pengaruh negatif signifikan antara Tata Kelola dan Kebijakan Dividen. Pembayaran dividen suatu perusahaan menurun seiring dengan meningkatnya tata kelola perusahaan. Perusahaan mungkin dalam kondisi yang memerlukan perhatian lebih terkait stabilitas keuangannya. Prinsip tata kelola yang baik tetap dicapai oleh perusahaan melalui kebijakan lain yang tetap transparan dan mempertimbangkan kepentingan stakeholder. Kebijakan selain dividen terkait tata kelola ialah transparansi laporan keuangan, tanggung jawab atas keberlanjutan perusahaan dan dampak sosial, serta pertanggungjawaban atas keputusan yang diambil.

Pengaruh *Government Ownership* terhadap Kebijakan Dividen

Pengaruh yang diberikan juga terbukti signifikan dalam menjelaskan variabel kebijakan dividen. Pemerintah sebagai pemilik pengendali BUMN memiliki kepentingan atas sumbangan penerimaan negara berupa dividen. Kepentingan tersebut mungkin tergeser oleh tanggung jawab Pemerintah untuk mencapai tujuan NKRI, yaitu memajukan kesejahteraan umum. Pemerintah memiliki tambahan sarana untuk mendorong pertumbuhan perekonomian negara melalui kepemilikan saham mayoritas atas BUMN. Pertumbuhan perusahaan serta terpenuhinya kebutuhan finansial internal perusahaan menjadi prioritas Pemerintah. Pembayaran dividen pada masa 5 tahun terakhir dapat menjadi tujuan jangka pendek yang relatif dapat dikesampingkan. Potensi imbal hasil yang sangat besar ditukar dengan stabilitas kondisi perekonomian negara selama dan pasca pandemi COVID-19. Pemerintah mungkin memiliki tujuan yang lebih luas yakni memperkokoh dan memulihkan kembali kondisi perekonomian negara agar kesejahteraan umum masyarakat Indonesia dapat tetap tercapai. Hal tersebut mengindikasikan berbagai kepentingan Pemerintah yang memengaruhi kebijakan dividen BUMN selain rasio kepemilikan atas perusahaan.

Hasil penelitian juga ditemukan melalui penelitian oleh Anwar et al., (2018) ; Duong et al., (2020) ; Setiawan et al., (2016) memaparkan bahwasannya terdapat negatif signifikan antara *Government Ownership* dan Kebijakan Dividen. Ketika pemerintah memiliki saham yang lebih besar di suatu perusahaan, perusahaan akan membayar dividen yang lebih sedikit. Pemerintah memiliki sumber pendapatan lain yang sifatnya lebih pasti, yakni penerimaan pajak. Namun hasil penelitian bertentangan dengan

penelitian Bataineh, (2021) ; Duygun et al., (2018) ; Pham et al., (2021) memaparkan bahwasannya terdapat pengaruh positif signifikan antara *Government Ownership* dan Kebijakan Dividen. Perusahaan membagikan lebih banyak dividen atas laba yang dihasilkan ketika kepemilikan saham Pemerintah lebih besar. Temuan tersebut mengarah pada sentralisasi dana yang digunakan untuk perkembangan ekonomi negara. Pemerintah memposisikan dirinya sebagai pengelola langsung dana tersebut.

KESIMPULAN

Penelitian menyimpulkan *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Dalam kondisi investasi yang fleksibel, tingkat pertumbuhan ekuitas perusahaan akan mencerminkan hal tersebut. BUMN secara umum perlu meningkatkan laba dan dividen, terutama bagi sumbangan penerimaan negara. Tata Kelola tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Peran komisaris dapat terlihat tidak signifikan akibat prioritas manajemen akan operasional dan ekspansi perusahaan untuk mencapai laba serta strategi keuangan perusahaan agar tetap beroperasi secara normal. Perusahaan yang diteliti secara umum juga memiliki tingkat *Board Independence* yang tergolong rendah. *Government Ownership* berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Kepentingan Pemerintah mungkin tergeser oleh tanggung jawab atas salah satu tujuan negara, yakni memajukan kesejahteraan umum. Pertumbuhan perusahaan serta terpenuhinya kebutuhan finansial internal BUMN menjadi prioritas Pemerintah.

Saran untuk menangani keterbatasan penelitian adalah penambahan variabel independen maupun variabel moderasi seperti *institutional ownership* dan *free cash flow*. Terkait sampel data penelitian, perluasan dapat berupa dimasukkannya BUMN Perum ataupun BUMN Perseroan Tertutup. Penelitian dapat dengan lebih menyeluruh menjelaskan terkait kebijakan dividen BUMN Indonesia.

REFERENSI

- Anwar, R. J., Saryadi, S., & Purbawati, D. (2018). Pengaruh kepemilikan pemerintah, leverage, profitabilitas, dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen (studi pada perusahaan bumh yang terdaftar di bursa efek indonesia periode 2012-2016). *Jurnal Ilmu Administrasi Bisnis*, 7(2), 14–23.
- Bataineh, M. T. (2021). The impact of dividend policy on firm performance: A case study of Jordan. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 519–526.
- CNBC. (2023). BUMN Akan Cetak Rekor Dividen, Ini Daftar Terbesar 2023. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20230903061452-17->



- Davis, J. H., Schoorman, D. L., & Donaldson, L. (1997). The distinctiveness of agency theory and stewardship theory. *Academy of Management Review*, 22, 611–613.
- Dissanayake, K., & Dissabandara, H. (2021). The impact of board of directors' characteristics on dividend policy: Evidence from a developing country. *Corporate Governance and Sustainability Review*, 5(2), 44–56.
- Duong, D. K., Phan, T. T. P., Pho, K. H., & McAleer, M. (2020). Impact of board characteristics and state ownership on dividend policy in vietnam. *Advances in Decision Sciences*, 24(4), 1–34.
- Duygun, M., Guney, Y., & Moin, A. (2018). Dividend policy of Indonesian listed firms: The role of families and the state. *European Journal of Finance*, 24(16), 1460–1482.
- Gennusi, R. S. A., & Maharani, N. K. (2021). The effect of investment opportunity set, lagged dividend and managerial ownership on dividend policy. *PAPATUNG: Jurnal Ilmu Administrasi Publik, Pemerintahan Dan Politik*, 4(1), 112–120.
- Hasanuh, N. (2019). Analisis earning per share dan harga saham. *Eqien - Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 6(2), 74–90.
- Huynh, T. L. D., & Cong, T. B. K. (2017). Bank financing and corporate governance: empirical evidence from vietnam. *Asian Economic and Social Society*, 7(11), 1055–1074.
- Jannah, S. N. (2018). Kebijakan pembagian dividen perusahaan bumn indonesia periode 2011-2016. *Jurnal Ekonomi Akuntansi Dan Manajemen*, 17(1), 65–80.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Finance Economic*, 3(1), 305–360.
- Kanojia, S., & Bhatia, B. S. (2022). Corporate governance and dividend policy of the US and Indian companies. *Journal of Management and Governance*, 26(4), 1339–1373.
- Kerry, L. (2018). Government ownership in listed firms around the world. *Studies in Business and Economics*, 13(2), 131–146.
- 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.
- Mnune, T. D., & Purbawangsa, I. A. (2019). Pengaruh profitabilitas, leverage, ukuran perusahaan dan resiko bisnis terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur. *E-Jurnal Manajemen*, 8(5), 2862–2891.
- Nazar, M. C. A. (2021). The Influence of Corporate Governance on Dividend Decisions of Listed Firms: Evidence from Sri Lanka. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 289–295.
- Pahi, D., & Yadav, I. S. (2018). Role of corporate governance in determining

- dividend policy: Panel evidence from India. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 9(3), 1219–1238.
- Permatasari, L. A., & Atiningsih, S. (2021). Influence of investment opportunity set, effective tax rate and firm size on dividend policy with liquidity as a moderation variable. *Jurnal Mantik*, 5(1), 26–34.
- Pham, C. D., Nguyen, A. H., Doan, N. T., & Ta, T. T. (2021). The effect of dividend payment on firm's financial performance: An empirical study of vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(8), 353–364.
- Rachman, A. (2023). Tahun Terakhir Jokowi, Sri Mulyani Tambah Target Dividen BUMN. CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/news/20230908075852-4-470609/tahun-terakhir-jokowi-sri-mulyani-tambah-target-dividen-bumn>
- Rahmadani, D. W., & Trisnawati, R. (2023). The effects of leverage, liquidity, and investment opportunities on dividend policy with profitability as a moderated variable. *The International Journal of Business Management and Technology*, 7(1), 709–720.
- Renitia, Hesti, M. S., Tri, S., & Devi, F. (2020). Dividend policy during pandemic covid-19. *Kompetitif Bisnis Edisi Covid-19*, 79–87.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, 23–40.
- Sajiwo, B., & Arifin, M. (2023). The effect of liquidity, investment opportunity set, free cash flow, and state-owned enterprise on the dividend policy of bank listed in the indonesia stock exchange. *International Journal of Multidisciplinary Research and Analysis*, 6(4), 1398–1405.
- Setiawan, D., Bandi, B., Kee Phua, L., & Trinugroho, I. (2016). Ownership structure and dividend policy in Indonesia. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), 230–252.
- Tran, T. X. A., & Le, Q. T. (2019). The relationship between ownership structure and dividend policy: An application in vietnam stock exchange. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 8(2), 131–146.
- Triyono, Kusumastuti, A., & Palupi, I. D. (2019). The influence of profitability, assets structure, firm size, business risk, sales growth, and dividend policy on capital structure. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 4(3), 101–111.
- Widyasti, I. G. A. V., & Putri, A. D. (2021). The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage, Free Cash Flow, and Good Corporate Governance on Dividend Policies (Empirical Study on Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2017-2019). *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 5(1), 269–278.