

# ANALISIS KEBIJAKAN PENDANAAN DAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN TUMBUH DAN TIDAK TUMBUH DI INDONESIA DAN SINGAPURA DENGAN PENDEKATAN INVESTMENT OPPORTUNITY SET

Astari Elka Istiqomah  
Margani Pinasti<sup>1</sup>  
Wita Ramadhanti<sup>2</sup>

## *Abstract*

*The aim from this research is to know the differences of financing and dividend policy between growth and non growth firm In Indonesia and Singapore. Growth potention shows from IOS proxies which are MVABVA, MVEBVE, PER, CAPBVA and CAPMVA. This research is quantitativ research. Sample of this research are 52 manufacture firms which is go public and listed in IDX and 30 manufacture firm which is go public and listed in SGX, the period of this research is 2011 until 2013. Factor analysis we used in this study to separate growth and non growth firm, the extraction of factor analysis will be ranked, which is 40% above for growth and 40% below for non growth firm. Then it will used the independent sample t-test or mann whitney to test it. Then it will look forward the differencess in financing and dividend policy. Result of this research shows that there is no differencess in book debt to equity between growth and non growth firm in Indonesia and Singapore. Market debt to equity shows growth firm have lower tahn non growth firm in Indonesia and Singapore. Dividend payout ratio in Indonesia shows growth firm have lower than non growth firm, in Singapore shows growth firm have lower tahn non growth firm. Dividend yield shows that in growth firm have lower than non growth firm wheather in Indonesia or Singapore. Finally, hope this research will give knowledge about financing and dividend policy between growth and non growth firm in Indonesia and Singapore.*

**Keywords:** *Investment Opportunity Set, Book debt to Equity, Market Debt to Equity, Dividend Payout Ratio, Dividend Yield, Indonesia, Singapore, manufacturing company.*

---

<sup>1</sup> Staf Pengajar Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jenderal Soedirman

<sup>2</sup> Staf Pengajar Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jenderal Soedirman

## PENDAHULUAN

Era perdagangan bebas telah melahirkan blok-blok perdagangan seperti *Asean Economic Community* (AEC) yang akan dimulai pada akhir tahun 2015 dengan karakter pasar tunggal dan basis produksi regional. Implementasi MEA tersebut akan mendorong liberalisasi arus barang, jasa, investasi dan tenaga kerja terampil antar negara anggota. Oleh karena itu perlu diwujudkan pertumbuhan ekonomi secara global dimana setiap perusahaan perlu tumbuh dan memiliki keunggulan kompetitif (*competitive advantage*) untuk memenangkan persaingan di masa yang akan datang.

Pertumbuhan perusahaan secara sederhana adalah tingkat keuntungan perusahaan atau seberapa besar perusahaan dapat memberikan imbal hasil kepada para investornya dan adanya kemampuan membayar kewajiban kepada para kreditor. Salah satu dampak positif dari pertumbuhan yaitu adanya kesempatan berinvestasi di dalam perusahaan. Semakin besar peluang dalam berinvestasi maka peluang perusahaan untuk tumbuh semakin besar. Investasi dilakukan sebagai alat untuk memperoleh nilai tambah dimasa yang akan datang, investasi juga bertujuan untuk

mempersiapkan masa depan melalui perencanaan kebutuhan yang disesuaikan dengan kemampuan keuangan saat ini (Tandelilin, 2001).

Munculnya istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Kallapur dan Trombley (1999), yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Kombinasi antara *assets in place* dengan *investment options* (pilihan investasi) di masa depan merupakan sebuah nilai perusahaan (Gaver dan Gaver, 1993). Investasi yang diharapkan akan menghasilkan imbal hasil yang lebih tinggi dan besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang (Subekti, 2000).

Pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi keputusan kebijakan perusahaan, diantaranya adalah kebijakan dividen dan pendanaan. Perusahaan dalam melakukan suatu investasi akan memerlukan pendanaan dimana pendanaan tersebut dapat diperoleh dari pendanaan internal maupun eksternal. Pendanaan internal merupakan pendanaan yang berasal dari dalam perusahaan sendiri yang dapat diperoleh dari modal saham yang disetor

ataupun laba ditahan yang tidak dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham, sedangkan pendanaan eksternal berasal dari hutang. Perusahaan tumbuh akan cenderung untuk menahan laba untuk melakukan *re-investment* sehingga tidak membagikan dividen pada pemegang sahamnya hal ini dibuktikan oleh penelitian Kallapur dan Trombley (1999) serta Gaver dan Gaver (1993). Kemudian perusahaan yang tumbuh mempunyai *leverage* yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh dengan pertimbangan untuk mengurangi resiko usahanya apabila terjadi kegagalan sehingga tidak mampu membayar bunga hutang. Hal ini dibuktikan pula oleh penelitian Kallapur dan Trombley (1999) serta Gaver dan Gaver (1993).

Penelitian ini akan meliputi perusahaan manufaktur di Singapura dan Indonesia karena perusahaan ini memiliki tempat yang dominan di IDX dan SGX, selain itu dilihat dari sisi bursa saham, Singapura (SGX) memiliki nilai kapitalisasi pasar yang tinggi diantara Negara-negara di ASEAN, sedangkan di Indonesia walaupun masih tertinggal dengan Singapura, IDX memiliki trend yang terus meningkat, meningkatnya jumlah kapitalisasi pasar dapat diartikan

sebagai meningkatnya peran serta masyarakat dalam menyerap surat-surat berharga tersebut serta sebagai suatu pengukuran penting dari keberhasilan perusahaan terbuka sehingga kebijakan yang terjadi dalam perusahaan dapat berbeda.

## KAJIAN LITERATUR

Penelitian ini ingin mengetahui apakah kebijakan pendanaan yang diukur dengan *book debt to equity* dan *market debt to equity* serta kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* dan *dividend yield* pada perusahaan tumbuh di Indonesia dan Singapura lebih rendah dari perusahaan tidak tumbuh. Penelitian yang telah dilakukan mengenai hubungan *investment opportunity set* dengan kebijakan pendanaan dan dividen memiliki *research gap* diantaranya pada kebijakan pendanaan yang dilakukan Gaver dan Gaver (1993); Skinner (1993); Kallapur dan Trombley (1999); Jones (2001); Subekti dan Kusuma (2000); Fijrijanti dan Hartono (2000) telah membuktikan bahwa perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh mengambil kebijakan pendanaan yang berbeda. Perusahaan yang tumbuh mempunyai *leverage* yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

Jones (2001) lebih spesifik menunjukkan bahwa perusahaan tumbuh memiliki *book debt to equity ratio* lebih rendah, namun *market debt to equity* tidak memiliki hasil signifikan pada perusahaan tumbuh dan tidak bertumbuh. Sedangkan Iswahyuni (2000) menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh dalam hal pengambilan kebijakan pendanaan (*book debt/equity*). Hal ini berarti terdapat perbedaan yang signifikan terhadap kebijakan pendanaan dilihat dari *debt to book value of equity* antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh.

Terkait dengan kebijakan dividen, penelitian terdahulu yang ditunjukkan oleh Gaver dan Gaver (1993); Kallapur dan Trombley (1999); Subekti dan Kusuma (2000) serta Fijrijanti dan Hartono (2000) membuktikan perusahaan yang tumbuh memberikan dividen yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh karena laba yang ditahan yang dihasilkan perusahaan sebagian besar dialokasikan untuk melakukan ekspansi. Penelitian yang dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993), Jones (2001) secara spesifik menunjukkan bahwa perusahaan tumbuh memiliki *dividend yield* yang lebih rendah, dibandingkan dengan perusahaan

yang tidak tumbuh. Namun hasil berbeda pada penelitian Jones (2001) yaitu *dividen payout ratio* tidak memiliki hasil signifikan pada perusahaan tumbuh dan tidak bertumbuh. Hal ini selaras dengan penelitian Iswahyuni (2000) tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh dalam hal pengambilan kebijakan dividen, baik *dividen yield* maupun *dividen payout*.

Berdasarkan latar belakang dan penelitian terdahulu yang sudah diterangkan di atas, maka hipotesis dan model penelitian pada penelitian ini adalah:

H1a : Kebijakan pendanaan yang diukur dengan *book debt to equity* pada perusahaan tumbuh di Indonesia lebih rendah dari perusahaan tidak tumbuh

H1b : Kebijakan pendanaan yang diukur dengan *book debt to equity* pada perusahaan tumbuh di Singapura lebih rendah dari perusahaan tidak tumbuh

H2a : Kebijakan pendanaan yang diukur dengan *market debt to equity* pada perusahaan tumbuh di Indonesia lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh

H2b : Kebijakan pendanaan yang diukur dengan *market debt to equity*

pada perusahaan tumbuh di Singapura lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh.

H3a : Kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* pada perusahaan tumbuh di Indonesia mempunyai lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh

H3b : Kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* pada perusahaan tumbuh di Singapura lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh.

H4a : Kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend yield* pada perusahaan tumbuh di Indonesia lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh.

H4b : Kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend yield* pada perusahaan tumbuh di Singapura lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh.

## **METODE PENELITIAN**

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di pasar modal Indonesia, sedangkan sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI dan SGX yang dipilih dengan metode *purposive*

*sampling* yang harus memenuhi ketentuan – ketentuan sebagai berikut :

- a. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan SGX yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara berturut-turut selama tahun 2011 sampai 2013.
- b. Tidak memiliki laba dan total ekuitas negatif, karena saldo ekuitas dan laba yang negatif sebagai penyebut menjadi tidak bermakna (Adam dan Goyal, 2007)
- c. Bukan perusahaan pemerintah (untuk mengantisipasi adanya pengaruh peraturan tertentu yang bersifat khas yang mungkin dapat mempengaruhi variabel dalam penelitian ini, sebagai mana Gaver dan Gaver (1993).
- d. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan berakhir pada 31 desember, hal ini untuk mengantisipasi adanya bias pada data.

Proksi IOS yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *market to book value asset* (MVABVA), dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham, pasar menilai perusahaan yang sedang bertumbuh lebih besar dari nilai bukunya, *market to book value of equity* (MVEBVE) yang mencerminkan pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa datang akan lebih besar dari

return yang diharapkan ekuitasnya, *Price to Earning* (PER), *capital expenditure to book value asset* (CAPBVA) dan *capital expenditure to market value of asset* (CAPMVA) yang menunjukkan besarnya perubahan aktiva perusahaan dibandingkan dengan nilai buku dan nilai pasar. Proksi ini dipilih berdasarkan penelitian Adam dan Goyal (2007) yang menyatakan bahwa proksi *investment opportunity set* yang terdiri dari *market-to-book value of asset*, *Market to book value of equity*, *price earning ratio* dan *Capital Expenditure to book value of asset* dengan hasil yang menunjukkan bahwa *market to book value of asset* merupakan representasi proksi yang terbaik, kemudian *Market to book value of equity*, *price earning ratio* dan *Capital Expenditure to to book value of asset*.

**Tabel 1. Metode Analisis**

No	Proses	Tujuan
1.	Uji analisis faktor dengan menggunakan program SPSS 19.0 <i>for windows</i> .	Menentukan perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak bertumbuh
2.	Uji Normalitas	Identifikasi distribusi normalitas data
3.	Uji Beda	Perbedaan kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh

Pengklasifikasian pertumbuhan perusahaan dalam kelompok perusahaan yang tumbuh atau tidak tumbuh menggunakan analisis faktor yaitu menjumlahkan *fac\_1* dan *fac\_2* yang merupakan ekstraksi dari proksi IOS. Indeks ini kemudian diperingkat, empat puluh persen tertinggi merupakan kelompok perusahaan yang tumbuh, sedangkan empat puluh persen indeks terendah merupakan perusahaan yang tidak tumbuh. Dari sinilah kita dapat mengetahui apakah perusahaan tersebut bertumbuh atau tidak bertumbuh. Informasi ini dapat digunakan untuk pengambilan keputusan investasi (Iswahyuni, 2001).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Sampel yang memenuhi kriteria adalah sebanyak 156 pada perusahaan manufaktur di Indonesia dan sebesar 90 pada perusahaan manufaktur di Singapura.

### Pengelompokan Perusahaan Tumbuh dan tidak tumbuh berdasarkan Nilai IOS.

Berdasarkan analisis faktor di Indonesia dan Singapura, hasil penelitian ini membuktikan bahwa MVABVA, MVEBVE, CAPBVA dan CAPMVA layak disebut prediktor pertumbuhan perusahaan karena pasar percaya bahwa

nilai pasar perusahaan tersebut lebih besar daripada nilai bukunya dan perusahaan yang tumbuh memiliki nilai aliran modal masuk yang cukup tinggi, namun di Singapura PER tidak dapat direpresentasikan sebagai proksi IOS.

Hal ini sejalan dengan pendapat Adam dan Goyal (2007) yang menyatakan bahwa PER tidak selalu

mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki IOS yang baik karena *current earning* terkadang menyimpang. Hasil analisis faktor juga tepat mengelompokkan MVABVA, MVEBVE dan PER pada proksi berdasarkan harga serta CAPBVA dan CAPMVA pada prosi berdasarkan Investasi.

**Tabel 2. Analisis Faktor di Indonesia**

A. KMO MSA sebesar 0.561					
B. Communalities enam nilai IOS					
IOS	MVABVA <sup>1</sup>	MVEBVE	PER	CAPBVA	CAPMVA
Communalities	0.866	0.819	0.513	0.921	0.923
C. Eigenvalues untuk pengurangan matrik korelasi					
Faktor	1	2	3	5	6
Eigenvalues	2.269	1.771	0.639	0.175	0.145
D. Korelasi antar factor dengan IOS					
Faktor/ IOS	MVABVA	MVEBVE	PER	CAPBVA	CAPMVA
1	0.921	0.839	0.711	0.344	0.007
2	-0.131	-0.146	-0.089	0.896	0.961

Sumber: Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

**Tabel 3. Analisis Faktor di Singapura**

A. KMO MSA sebesar 0.544					
B. Communalities enam nilai IOS					
IOS	MVABVA	MVEBVE	PER	CAPBVA	CAPMVA
Communalities	0.987	0.987	0.730	0.944	0.948
C. Eigenvalues untuk pengurangan matrik korelasi					
Faktor	1	2	3	5	6
Eigenvalues	2.652	1.945	0.374	0.026	0.004
D. Korelasi antar factor dengan IOS					
Faktor/ IOS	MVABVA	MVEBVE	PER	CAPBVA	CAPMVA
1	0.239	0.246	-0.845	0.953	0.955
2	0.965	0.963	0.124	-0.190	-0.190

Sumber : Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

### Pengujian Hipotesis

#### Perbedaan Kebijakan Pendanaan Antara Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh di Indonesia dan Singapura

**Tabel 4. Hasil Uji Mann Whitney pada Book Debt to Equity di Indonesia**

Negara	Proksi	Kategori	N	Mean	1-tail sign	Keterangan
--------	--------	----------	---	------	-------------	------------

		Perusahaan	Rank			
Indonesia	<i>Book debt to equity</i>	Tidak Tumbuh	61	56,34	0,108	P>0,05 Tidak Ada Beda
		Tumbuh	61	66,64		

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

**Tabel 5. Hasil Uji *t test* pada *Book Debt to Equity* di Singapura**

Negara	Proksi	Kategori Perusahaan	N	Mean Rank	1-tail sign	Keterangan
Singapura	<i>Book Debt to Equity</i>	Tidak Tumbuh	31	0,6548	0,118	P>0.05 Tidak Ada Beda
		Tumbuh	31	0,8524		

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

**Tabel 6. Hasil Uji beda *Mann Whitney* pada *Market Debt to Equity* di Indonesia**

Negara	Proksi	Kategori Perusahaan	N	Mean Rank	1-tail sign	Keterangan
Indonesia	<i>Market Debt to equity</i>	Tidak Tumbuh	43	53,63	0,001	P<0.05 Ada Beda
		Tumbuh	45	35,78		
Singapura	<i>Market Debt to equity</i>	Tidak Tumbuh	36	41,72	0,034	P<0.05 Ada Beda
		Tumbuh	36	31,28		

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

Kebijakan pendanaan yang diukur dengan *book debt to equity* merupakan perbandingan antara hutang dari pihak luar yang dimiliki oleh perusahaan dengan modal sendiri yaitu yang berasal dari laba ditahan dan modal saham. Hasil yang tidak berpengaruh pada tolok ukur *book debt to equity* ini dikarenakan perusahaan tumbuh yang teridentifikasi merupakan perusahaan yang memiliki risiko usaha yang kecil

dan stabil sehingga berani untuk mengambil banyak hutang. Menurut Hanafi (2003), perusahaan akan lebih suka menggunakan utang yang lebih besar dibandingkan dengan saham yang lebih besar, karena pembayaran hutang dan bunga biasanya lebih bebas dibandingkan dengan pembayaran dividen atau pengurangan saham. Selain itu pembayaran bunga juga bisa dipergunakan sebagai pengurang pajak

sehingga perusahaan memperoleh penghematan pajak, namun hal ini perlu dilakukan oleh perusahaan yang sudah cukup stabil karena hutang juga memiliki risiko yaitu semakin tinggi biaya dari hutang maupun ekuitasnya. Kemudian jika sebuah perusahaan mengalami masa-masa sulit dan laba operasi tidak cukup untuk menutupi beban bunga, para pemegang yang harus menutupi kekurangan tersebut, dan jika mereka tidak melakukannya maka akan terjadi kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2006).

Selain itu jika dibandingkan dengan hasil dari *market debt to equity* yaitu rasio yang merupakan perbandingan antara hutang dengan nilai pasar dari ekuitas. Pada pengukuran ini, perusahaan tumbuh dinilai memiliki *market debt to equity* yang lebih rendah, hal ini dapat disebabkan oleh pasar yang menilai tinggi perusahaan tumbuh, yang direpresentasikan dengan harga saham. Berdasarkan hasil, penilaian pasar lebih objektif dibandingkan dengan penilaian menurut nilai buku. Perusahaan yang memiliki nilai pasar yang lebih tinggi dan memiliki kesempatan untuk tumbuh akan mengurangi masalah-masalah agensi yang berasosiasi dengan hutang yang berisiko dalam struktur modalnya (Smith dan Watts, 1992) sehingga akan

memiliki nilai *market to debt equity* yang rendah.

Adapun hasil penelitian perusahaan tumbuh memiliki kebijakan pendanaan yang lebih rendah dari perusahaan yang tidak tumbuh adalah Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Subekti dan Kusuma (2000), Fijrijanti dan Hartono (2000), Prasetyo (2000) serta Jones (2001). Sedangkan hipotesis H1a dan H1b didukung oleh Iswahyuni (2000) menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh dalam hal pengambilan kebijakan pendanaan (*book debt to equity*).

Penolakan H3a yaitu kebijakan pada *dividend payout ratio* dapat dikarenakan pada masih rendahnya *dividend payout ratio* di Indonesia. Jika dilihat pada Tabel. 6 pada hasil analisis dekriptif DPR di Indonesia tahun 2011-2013 pada perusahaan tumbuh memiliki rata-rata sebesar 0.5319 dengan perusahaan tidak tumbuh sebesar 0.3753. Sedangkan di Singapura DPR tahun 2011-2013 pada perusahaan tumbuh memiliki rata-rata sebesar 1.3325 dengan perusahaan tidak tumbuh sebesar 0.9976. Hasil ini membuktikan teori *free cash flow* bahwa perusahaan yang tumbuh memberikan dividen yang lebih rendah

daripada perusahaan yang tidak tumbuh karena laba ditahan yang dihasilkan perusahaan sebagian besar akan

dilakukan untuk ekspansi sehingga proporsi pembagian dividen berkurang.

### Perbedaan Kebijakan Dividen Antara Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh di Indonesia dan Singapura

**Tabel 7. Hasil Uji *Mann Whitney* pada Dividend Payout Ratio di Indonesia**

Negara	Proksi	Kategori Perusahaan	N	Mean Rank	1-tail sign	Keterangan
Indonesia	<i>Dividend Payout Ratio</i>	Tidak Tumbuh	32	40,34	0,040	P<0.05 Ada Beda
		Tumbuh	37	30,38		
Singapura	<i>Dividend Payout Ratio</i>	Tidak Tumbuh	25	36,95	0,424	P>0.05 Tidak Ada Beda
		Tumbuh	24	30,25		

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

**Tabel 8. Hasil Uji *Mann Whitney* pada Dividend Yield di Indonesia**

Negara	Proksi	Kategori Perusahaan	N	Mean Rank	1-tail sign	Keterangan
Indonesia	<i>Dividend Yield</i>	Tidak Tumbuh	42	58,08	0,026	P<0.05 Ada Beda
		Tumbuh	58	45,01		
Singapura	<i>Dividend Yield</i>	Tidak Tumbuh	30	35,62	0,045	P<0.05 Ada Beda
		Tumbuh	31	26,53		

Sumber : Sumber: Data sekunder yang diolah, 2015

Kemudian terlihat bahwa Singapura memiliki rata-rata dividen yang besar dan sama antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh. Perusahaan tumbuh di Singapura memilih untuk memanfaatkan laba ditahan dan membayarkan dividennya karena terdapat pembebasan pajak dividend pada perusahaan publik di Singapura. Sedangkan jika dibandingkan dengan Indonesia berdasarkan UU No 36/2008

tentang Pajak Penghasilan yang masih ditetapkan sampai tahun 2014 mengatur dividen yang diterima WP OP dalam negeri dikenai PPh 10% dan bersifat final (PPh pasal 17), dividen yang diterima WP badan dalam negeri atau bentuk usaha tetap dikenai PPh 15% (PPh pasal 23). Sementara itu, dividen yang diterima WP luar negeri selain bentuk usaha tetap dikenai PPh 20% (PPh pasal 26). Menurut Brigham dan

Houston (2011), secara tidak langsung pajak mempengaruhi biaya modal dimana penurunan tarif pajak pada dividen membuat saham relatif lebih menarik, dan hal ini menurunkan biaya ekuitas relatif.

Kemudian penerimaan hipotesis 4 a dan b (H4a dan H4b) didasarkan pada *dividend yield* yang diartikan sebagai imbal hasil dividen yaitu rasio nilai dividen terhadap harga saham. Indonesia dan Singapura memiliki hasil yang sama pada kebijakan dividen yang diukur dengan *dividen yield* ini, karena pengukuran yang dilakukan pada *dividend yield* menggunakan pembandingan harga saham.

Hasil dividen atas saham merupakan fokus utama dari investor yang tujuan utamanya adalah mendapatkan pengembalian dalam bentuk dividen atas investasinya. Dividen yang rendah pada perusahaan tumbuh dan harga saham yang cenderung meningkat di Indonesia membuat rasio *dividen yield* pada perusahaan tumbuh lebih rendah dari perusahaan tidak tumbuh, sedangkan perusahaan tidak tumbuh memiliki harga saham yang tinggi namun dividen yang dibayar juga cenderung lebih besar.

Di Singapura walaupun perusahaan tumbuh memiliki *dividend*

yang cukup tinggi terhadap laba ditahan, namun jika dividen dibandingkan dengan harga saham perusahaan tumbuh memiliki *dividend yield* yang lebih rendah dari perusahaan tidak tumbuh, hasil dapat dikarenakan oleh harga saham pada perusahaan tidak tumbuh cukup tinggi.

Penelitian mengenai kebijakan dividen ini didukung oleh penelitian sebelumnya yaitu oleh Jensen (1986), Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Subekti dan Kusuma (2000), Fijrijananti dan Hartono (2000).

Penelitian yang dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993), Jones (2001) secara spesifik menunjukkan bahwa perusahaan tumbuh memiliki *dividend yield* yang lebih rendah, dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Kemudian H3a mengenai *dividend payout ratio* di Singapura didukung oleh penelitian Jones (2001) yaitu *Dividen Payout Ratio* tidak memiliki hasil signifikan pada perusahaan tumbuh dan tidak bertumbuh. Hal ini selaras dengan penelitian Iswahyuni (2000) tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh dalam hal pengambilan kebijakan dividen yang diukur dengan *dividen payout*.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, kesimpulan yang dapat diambil dari hasil penelitian ini adalah:

Di Indonesia dan Singapura tidak terdapat perbedaan kebijakan pendanaan yang diukur dengan *book debt to equity* antara perusahaan tumbuh dan perusahaan tidak tumbuh. Di Indonesia dan Singapura kebijakan pendanaan yang diukur dengan *market debt to equity* pada perusahaan tumbuh lebih rendah dari perusahaan tidak tumbuh. Di Indonesia, kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* pada perusahaan tumbuh lebih rendah daripada perusahaan tidak tumbuh, sedangkan di Singapura, perusahaan tumbuh kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* tidak memiliki perbedaan dengan perusahaan tidak. Di Indonesia dan Singapura, kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend yield* pada perusahaan tumbuh lebih rendah dari perusahaan tidak tumbuh.

Penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan yang sekaligus dapat merupakan arah bagi penelitian yang akan datang antara lain: Data perusahaan manufaktur yang terindikasi listing di SGX hanya sejumlah 92 perusahaan sehingga setelah dilakukan

penseleksian sampel representasi perusahaan manufaktur di Singapura adalah sejumlah 30 yang dikalikan dengan tiga tahun periode penelitian sehingga menjadi 90 unit analisis, lebih kecil dari unit analisis perusahaan manufaktur di Indonesia yaitu sebesar 52 perusahaan pada tiga tahun sehingga terdapat 156 unit analisis. Banyak dari hasil pengolahan data menunjukkan data berdistribusi tidak normal dikarenakan oleh banyaknya data rasio yang nilainya tumpang tindih.

Dari hasil temuan yang dijabarkan pada kesimpulan diatas, implikasi manajerial yang dapat diterapkan pada perusahaan adalah dalam hal: Pada kebijakan Pendanaan terbukti bahwa kebijakan pendanaan yang diukur dengan *market debt to equity* lebih bisa menggambarkan hutang terhadap modal perusahaan dimana perusahaan yang tumbuh dalam menerapkan kebijakannya cenderung lebih rendah dari perusahaan tidak tumbuh, artinya hutang yang terdapat pada perusahaan tumbuh dapat ditutupi dengan nilai pasar ekuitas yang lebih besar. Namun proporsi besarnya hutang terhadap nilai buku ekuitas tidak memiliki perbedaan antara perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh, besarnya rasio hutang sebaiknya dilakukan untuk

perusahaan yang memiliki stabilitas tinggi, karena hutang yang semakin tinggi mengandung resiko yang tinggi, hal ini akan lebih baik digunakan untuk perusahaan yang stabil.

Pada kebijakan dividen di Indonesia, terbukti perusahaan yang tumbuh lebih cenderung membayarkan dividen lebih rendah dan menahannya untuk di investasikan kembali. Sedangkan perusahaan yang sedang tumbuh di Singapura memilih untuk membayarkan dividennya. Perusahaan yang sedang tumbuh di Singapura bisa memanfaatkan pembagian dividen untuk lebih menarik minat investor global, karena dividen tanpa pengurangan pajak akan sampai ke tangan investor dan akan sangat menguntungkan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan di Indonesia *dividend payout ratio* masih cukup rendah sehingga masih perlu ditingkatkan.

Berdasarkan atas hasil penelitian, saran yang dapat dikemukakan adalah: Bagi investor, dalam melakukan investasi saham dapat mempertimbangkan IOS sebagai pengklasifikasian perusahaan dalam perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh, karena pengklasifikasian tersebut menentukan kebijakan perusahaan yang nantinya akan

mempengaruhi return yang akan diterima investor.

Bagi peneliti selanjutnya, penelitian ini telah menelaah pembahasan mengenai proksi IOS dan mengkaitkannya dengan kebijakan pendanaan dan dividen. Peneliti selanjutnya dapat mengkaitkan IOS dengan kebijakan investasi, biaya riset dan sebagainya sehingga dapat menjadi bahan perbandingan bagi penelitian berikutnya. Penelitian selanjutnya juga dapat dilakukan pada cakupan yang lebih luas lagi seperti ASEAN.

Bagi emiten, perusahaan di Indonesia diharapkan dapat menarik minat investor dengan memberikan nominal yang baik pada dividen yang dibayarkan. Untuk perusahaan tumbuh di Singapura diharapkan dapat memanfaatkan pembebasan pajak dividen untuk menarik minat investor global, namun tetap menguntungkan perusahaan. Adanya ketidaksignifikanan pada kebijakan pendanaan yang diukur dengan *book debt to equity* diharapkan semua perusahaan mampu meningkatkan akuntabilitas laporan keuangannya.

Bagi pembuat kebijakan, Singapura merupakan Negara yang memiliki kapitalisasi pasar terbesar di ASEAN. Padahal Indonesia merupakan pasar riil terbesar di ASEAN. Dengan ini

para pembuat kebijakan dapat mendorong ketertinggalan. Contoh kebijakan yang dapat diambil adalah mewajibkan perusahaan untuk membayarkan dividennya, selain itu perlu dilakukan sosialisasi tentang pengetahuan produk pasar modal.

Survei OJK menunjukkan hanya satu orang dari setiap 1.000 penduduk

yang menggunakan produk dan jasa pasar modal. Diharapkan masyarakat dapat lebih rasional dalam berinvestasi di pasar modal serta memiliki pengetahuan yang cukup dalam mengenal dunia pasar modal, serta memiliki kemampuan dalam menghitung tingkat imbal hasil dari investasi di pasar modal.

### DAFTAR PUSTAKA

- Abbott, L.J. 2001. Financing, dividend and compensation policies subsequent to a shift in the investment opportunity set. *Managerial Finance*. Vol. 27 No. 3 pp. 31 – 47.
- Adam, T dan V.K. Goyal. 2007. The Investment Opportunity Set And Its Proxy Variables. *Hong Kong Research Grants Council*.
- Ardestani, Rasid, Basiruddin dan Mehri. 2013. Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance and Banking*. Vol.3, No. 1, pp. 123-126.
- Bokpin, J.A.G. 2010. Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy. *Studies in Economics and Finance*. Vol. 27 No. 3 pp. 180 194
- Brigham, E.F, dan J.F. Houston. 2004. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Edisi 10, Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Brigham, E.F, dan J.F. Houston. 2011. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Buku 2 Edisi 11. Jakarta: Penerbit Salemba Empat
- Brigham, E.F, dan I.C. Gapenski. 1996. Intermediate Financial Management. Fifth Edition. New York: The Dryden Press.
- Donaldson, D dan C. Blackorby. 1984: Ethical social index numbers and the measurement of effective tax/ benefit progressivity. *Canadian Journal of*

- Economics*. Vol. 17, pp. 683-94
- Fijrijanti, T dan H. Jogiyanto. 2002. Set Kesempatan Investasi: Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5, No.1: 35-63.
- Fijrijanti, T dan H. Jogiyanto. 2000. Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen. Simposium Nasional Akuntansi III. Pp. 851-877
- Gaver, J.J dan K.M. Gaver (1993) Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, No. 1/2/3, pp.125-140.
- Hanafi, M.M. 2012. Manajemen Keuangan Edisi 1. Yogyakarta: BPFE
- Horne, J.C.V. 2013. Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan. Edisi 13. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Husnan, S dan P. Enny. 1998. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Yogyakarta: UPP AMP YKPN
- Indarti, K dan M. Y. Ariyanto. 2005. Analisis Kebijakan Dividen, Pendanaan, dan Asimetri Informasi Pada Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*. Vol. 12, No. 1, pp.115-133.
- Iswahyuni, Y dan L. Suryanto. 2000. Analisis Perbedaan Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh dengan Kebijakan Pendanaan, Dividen, Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan pada Bursa Efek Jakarta dengan pendekatan Asosiasi Proksi Investment Opportunity Set (IOS). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol 9, No 2, pp.120-148.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers. *American Economic Review*. Vol. 76, No. 2: 323- 329.
- Jogiyanto, H. 2000. Teori portofolio dan Analisis Investasi. Yogyakarta: BPFE
- Jones, S dan R. Sharma, 2001. The association between the investment opportunity set and corporate financing and dividend decisions: some Australian evidence. *Managerial Finance*. Vol. 27 No. 3 pp. 48 – 64
- Kallapur, S. dan M.A. Trombley. 1999. The Association

- Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth, *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 26, pp.505-519.
- Kallapur, S. dan M.A. Trombley. 2001. The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement. *Journal of Managerial Finance*. Vol 27, No. 3.
- Keown, A., J. Scott, J. David., J.D. Martin dan P.J. William, 2001. *Dasardasar Manajemen Keuangan*, Penerbit Salemba Empat, Jakarta.
- Kusuma, J. R. 2008. *Investment Opportunity Set (IOS) dan Realisasi Pertumbuhan Perusahaan dalam Menerapkan Kebijakan Pendanaan dan Kebijakan Dividen: Studi Kasus pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia (2004-2007)*” Thesis. Depok : Universitas Indonesia.
- Miller, M. dan K. Rock. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*. Vol. 40, hal. 1031-1051.
- Myers, S.C. 1997. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* Vol. 5, pp. 147-175
- Myers, S.C., and N.S. Majluf, Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information that Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*. Vol. 13, pp. 187-121
- Prasetyo, A. 2000.”Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS), dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta.”*Simposium Nasional Akuntansi III*. pp.878-905.
- Rahayu, E. Saatnya Asean Memberi Sinyal investor untuk Berinvestasi. 10 April 2012. <http://swa.co.id/corporate/corporate-action/saatnya-asean-memberi-sinyal-investor-untuk-berinvestasi-2>.
- Ririn, A. Kapitalisasi Pasar Modal Ketiga Terbawah di Asia-Pasifik. 24 Oktober 2014. <http://koran.tempo.co/kon/2014/10/24/325504/Kapitalisasi-Pasar-Modal-Ketiga-Terbawah-di-Asia-Pasifik>
- Rokhayati, I. 2005. Analisis Hubungan *Investment Opportunity Set (IOS)* Dengan Realisasi Pertumbuhan Serta Perbedaan Perusahaan Yang Tumbuh dan Tidak Tumbuh Terhadap

- Kebijakan Pendanaan dan Dividen Di Bursa Efek Jakarta. Vol. 1 No. 2, pp.41-60.
- Skinner, D.J. 1993. Asset Structure, Financing Policy and Accounting Choice: Preliminary Evidence, *Journal of Accounting and Economics* Vol 16, pp.407-446.
- Smith, C.W. dan R.L. Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend Compensation Policies. *Journal of Financial Economics* Vol. 33, pp.263-292.
- Sriwardany. 2006. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya terhadap perubahan Harga Saham pada perusahaan Manufaktur. Thesis. Medan : Universitas Sumatera Utara.
- Subekti, I dan I. W. Kusuma. 2000. Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta implikasinya pada perubahan Harga Saham. Simposium Nasional Akuntansi III. pp. 820-850
- Suliyanto. 2005. Analisis Data Dalam Aplikasi Pemasaran. Bogor : Ghalia Indonesia.
- Sundjaja, R dan I. Barlian. 2002. Manajemen Keuangan Dua. Edisi Ketiga. Jakarta: PT Prenhallindo.
- Tandelilin, E. 2011. Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio Edisi 1. Yogyakarta : BPF,
- Wibowoputra, A.S. 2013. Pengaruh *Leverage* dan *Growth Opportunities* terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang *Go Public* di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2011. *Journal Widya Mandala Catholic University Surabaya*