ANALISA KETERKAITAN ANTARA *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, *FINANCIAL LEVERAGE* DAN REINVESTASI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA

SKRIPSI

Oleh :

Nama : Esti Rahayu Apriyanti
No. Mahasiswa : 00312199

FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2004

ANALISA KETERKAITAN ANTARA *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, *FINANCIAL LEVERAGE* DAN REINVESTASI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA

SKRIPSI

disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk
mencapai derajat Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi
pada Fakultas Ekonomi UII

Oleh :

Nama : Esti Rahayu Apriyanti
No. Mahasiswa : 00312199

FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2004

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

" Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku."

Yogyakarta,.....2004

Penyusun,

Materai

(Esti Rahayu Apriyanti)

ANALISA KETERKAITAN ANTARA *DEVIDEND PAYOUT RATIO, FINANCIAL LEVERAGE*, DAN REINVESTASI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA

Hasil Penelitian

diajukan oleh :

Nama	:	Esti Rahayu Apriyanti
Nomor Mahasiswa	:	00312199
Jurusan	:	Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing
Pada tanggal ..17./5../.2004
Dosen Pembimbing,

(Drs. Yunan Najamudin MBA.)

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

ANALISA KETERKAITAN ANTARA DIVIDEND PAYOUT RATIO, FINANCIAL LEVERAGE DAN REINVESTASI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA

Disusun Oleh : ESTI RAHAYU APRIYANTI
Nomor mahasiswa : 00312199

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan ***LULUS***
Pada tanggal : 11 Juni 2004

Penguji/Pembimbing Skripsi : DRS. YUNAN NAJAMUDDIN, MBA. .....

Penguji : DR. ACHMAD SOBIRIN, MBA, AK .....

Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia

Drs. Suwarsono, MA

MOTTO

- ALLAH TIDAK AKAN MEMBEBANI SESEORANG MELAINKAN SESUAI DENGAN KESANGGUPANNYA ATAU KEMAMPUANNYA (QS AL BAQARAH : 286)

- SESUNGGUHNYA SESUDAH KESULITAN INI PASTI ADA KEMUDAHAN, MAKA APABILA KAMU TELAH SELESAI DARI URUSAN, KERJAKAN DENGAN SUNGGUH-SUNGGUH PADA URUSAN YANG LAIN (QS ALAM NASYRAH : 6-7)

- JANGANLAH KAMU BERDUKA CITA TERHADAP APA YANG LUPUT DARI KAMU DAN JANGANLAH KAMU TERLALU GEMBIRA TERHADAP APA YANG DIBERIKAN-NYA KEPADAMU. ALLAH TIDAK SENANG KEPADA ORANG-ORANG YANG SOMBONG DAN MENEPUK DADA (QS AL HADID : 23)

This is dedicated to :

Mami, Bapak,

Brothers, Sisters, Ocik, Dafa,

my friends and someone

who loves me.

KATA PENGANTAR

Bismillaahirrahmaanirrahiim

Assalamu'allaikum Wr.Wb.

Syukur Alhamdulillah penulis panjatkan atas kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan segala rahmat, taufik, dan hidayahNya sehingga penulis mampu menyelesaikan skripsi yang berjudul **"Analisa Keterkaitan Antara *Dividend Payout Ratio, Financial Leverage* dan Reinvestasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta"**. Penyusunan tugas akhir ini adalah sebagai syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Strata Satu Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.

Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini jauh dari sempurna oleh karena itu, penulis membuka ruang selebar-lebarnya untuk kritik dan saran yang bersifat membangun demi kesempurnaan karya ilmiah ini. Mengingat keterbatasan kemampuan penulis dan menyadari sepenuhnya apa yang telah dicapai ini tidak terlepas dari bantuan berbagai pihak. Untuk itu penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Drs. Suwarsono Muhammad MA, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

2. Ibu Dra Reni Yendrawati, Msi selaku Dosen Pembimbing Akademik.
3. Bapak Drs. Yunan Najamuddin, MBA, selaku Dosen Pembimbing yang telah memberikan petunjuk, saran, bimbingan, dorongan dan motivasi hingga terselesaikannya skripsi ini.
4. Bapak Drs. Hadri Kusuma, MBA, Ph.D, yang telah meluangkan waktunya untuk memberikan saran dan bimbingan.
5. Bapak dan Ibu dosen fakultas Ekonomi Universitas islam Indonesia yang telah memberikan ilmu pengetahuan selama belajar di Fakultas Ekonomi.
6. Bapak dan Mami tercinta atas semua doa dan nasehat serta kesabarannya selama ini.
7. Bulek Iyam, teman suka duka selama ini, you are my great roommate!
8. My Brothers and Sisters (Toetoen Heri , Hasib Atik)... semoga menjadi keluarga yang sakinah.
9. My cutie OCIK and DAFA,...Je t'aime beaucoup!
10. Thanks a lot buat ERMA, ANA, WAHYU buat canda, tawa kalian selama di UII. Nisa makasih nasehat-nasehatnya ☺ Keep in touch girls!!!
11. Didik Ndut makasih banyak buat buku-bukunya n bantuannya selama ini ya! Buat Ambar thanks for being my best partner! Mas Upix makasih banget dah bantu ngedit ...☺ Buat Konyil thanx yo!
12. Temen-temen Akuntansi C '00 kompak terus yaaa...

13. Dan semua pihak yang telah membantu terselesaikannya skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Wassalamu'allaikum wr.wb

Yogyakarta, Mei 2004

Penulis

Esti Rahayu Apriyanti

DAFTAR ISI

Halaman Judul i

Pernyataan Bebas Plagiarisme..... ii

Halaman Pengesahan..... iii

Berita Acara Skripsi..... iv

Motto..... v

Halaman Persembahan..... vi

Kata Pengantar vii

Daftar Isi..... x

Daftar Tabel xiv

Daftar Lampiran.....xv

Abstrak.....vvi

BAB I PENDAHULUAN.....1

1.1 Latar Belakang 1

1.2 Rumusan Masalah Penelitian.....6

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian 6

1.4 Batasan Masalah 7

1.5 Sistematika Penulisan 8

BAB II KAJIAN PUSTAKA 9

2.1 Pengertian Kebijakan Dividen 9

2.1.1. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen 10

2.1.2. Berbagai Macam Alternatif Dalam Pembayaran Dividen 13

2.2 Kebijakan Hutang (Struktur Modal) 15

2.2.1. *Trade off Theory* 16

2.2.2. *Pecking Order Hypothesis* 17

2.3. Teori Keagenan 19

2.4. Kajian Teoritis dan Perumusan Hipotesis 22

2.4.1. Penelitian-penelitian Sebelumnya 22

2.4.2. Perumusan Hipotesis *Dividend Payout Ratio* 25

2.4.3. Perumusan Hipotesis *Financial Leverage* 30

2.4.4. Perumusan Hipotesis Investasi 34

BAB III METODE DAN SAMPEL PENELITIAN 38

3.1 Populasi dan Sampel Penelitian 38

3.2 Jenis dan Pengumpulan Data 39

3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel 40

3.3.1. *Dividend Payout Ratio* (DPR) 40

3.3.2. *Financial Leverage* (Y_2) 40

3.3.3. Investasi Perusahaan (Y_3) 41

3.3.4. Liquiditas (X_1) 42

3.3.5. Profitabilitas (X_2) 43

3.3.6. Struktur Asset (X_3) 43

3.3.7. Ukuran Perusahaan / *Size* (X_4) 44

3.3.8. Tingkat Pertumbuhan / *Growth* (X_5) 44

3.4 Perumusan Model Penelitian 45

3.5 Prosedur Estimasi 47

3.5.1. Identifikasi Persamaan 47

3.5.2. Alat Analisis 49

3.6 Pengujian Hipotesis 50

3.6.1. Persamaan *Dividend Payout Ratio* 54

3.6.2. Persamaan *Financial Leverage* 54

3.6.3. Persamaan Investasi 55

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN 56

4.1 Statistik Deskriptif 56

4.2 Hasil Pengujian Hipotesis 59

4.2.1 Persamaan *Dividend Payout Ratio* 59

4.2.2 Persamaan *Financial Leverage* 61

4.2.3 Persamaan Investasi 63

4.3 Pembahasan Hasil 65

4.3.1. Persamaan *Dividend Payout Ratio* 65

4.3.2. Persamaan *Financial Leverage* 66

4.3.3. Persamaan Investasi 67

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN 69

5.1 Kesimpulan 69

5.2 Saran 70

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel Halaman

3. 1 Tes Identifikasi Persamaan 48

4. 1 Statistik Deskriptif 56

4. 2 Persamaan *Dividend Payout Ratio* 59

4. 3 Persamaan *Financial Leverage* 61

4. 4 Persamaan Investasi 63

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Perusahaan sampel penelitian

Lampiran 2 Data Sampel Penelitian

Lampiran 3 Hasil Regresi Persamaan Pertama *(Dividend Payout Ratio)*

Lampiran 4 Hasil Regresi Persamaan Kedua *(Financial Leverage)*

Lampiran 5 Hasil Regresi Persamaan Ketiga (Investasi)

Lampiran 6 Hasil Regresi *Two Stage Least Squares* Persamaan Pertama *(Dividend Payout Ratio)*

Lampiran 7 Hasil Regresi *Two Stage Least Squares* Persamaan Kedua *(Financial Leverage)*

Lampiran 8 Hasil Regresi *Two Stage Least Squares* Persamaan Ketiga (Investasi)

Lampiran 9 Statistik Deskriptif

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji keterkaitan antara *dividend payout ratio, financial leverage,* dan reinvestasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *dividend payout ratio* terhadap tersedianya dana yang akan digunakan untuk investasi dan juga terhadap jumlah hutang yang dimiliki oleh perusahaan *(financial leverage).* Penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui pengaruh pengeluaran investasi terhadap *dividend payout ratio* dan jumlah hutang perusahaan *(financial leverage).*

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *dividend payout ratio* (Y_1), *financial leverage* (Y_2), investasi (Y_3), liquiditas (X_1), profitabilitas (X_2), struktur asset (X_3), ukuran perusahaan / *size* (X_4), dan tingkat pertumbuhan / *growth* (X_5). Dalam penelitian ini persamaan simultan digunakan untuk menggambarkan keterkaitan antara beberapa variabel dalam persamaan. Persamaan pertama yaitu *dividend payout ratio* yang merupakan fungsi dari *financial leverage,* investasi, liquiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan. Persamaan kedua yaitu *financial leverage* yang merupakan fungsi dari *dividend payout ratio,* investasi, liquiditas, struktur asset dan ukuran perusahaan. Persamaan ketiga adalah investasi yang merupakan fungsi dari *dividend payout ratio, financial leverage,* liquiditas, ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan.

Alat analisis yang digunakan yaitu 2 SLS *(two stage least squares)* dengan periode amatan dari tahun 1998 sampai 2001, diperoleh 51 perusahaan. Hasil yang diperoleh yaitu dividen berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap investasi, dividen juga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *financial leverage.* Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa investasi berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap dividen dan *financial leverage.*

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Investor menanamkan dana yang dimilikinya dalam bentuk saham bertujuan untuk memaksimumkan kekayaan yang akan diperoleh dari dividen yang dibagikan ataupun berasal dari *capital gain.* Pihak manajemen perusahaan berusaha untuk memaksimumkan kemakmuran investor melalui kewenangan yang diberikan dalam pembuatan kebijakan baik berupa kebijakan dividen, pendanaan maupun kebijakan investasi lainnya. Kebijakan-kebijakan tersebut sangat penting artinya karena menyangkut beberapa kepentingan yang saling terkait, baik menyangkut kepentingan perusahaan ataupun para pemegang saham. Sehingga semua keputusan harus dibuat secara seksama dan hati-hati.

Perusahaan untuk dapat tumbuh memerlukan dana yang akan digunakan untuk keperluan investasi. Oleh karena itu manajer perusahaan dituntut harus bisa membuat keputusan pendanaan yang tepat, baik dana yang berasal dari sumber-sumber internal maupun eksternal. Sumber dana internal berasal dari laba yang ditahan *(retained earning)* dan depresiasi. Sumber dana eksternal terdiri dari 2 kategori yaitu dengan hutang dari kreditur atau penerbitan saham yang merupakan pembelanjaan sendiri.

Para manajer khususnya manajer keuangan perusahaan dalam memilih sumber dana harus memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkannya. Hal

tersebut disebabkan karena masing-masing sumber dana memiliki konsekuensi dan karakteristik *financial* yang berbeda. Adapun bauran antara hutang dan modal sendiri dalam struktur pendanaan jangka panjang suatu perusahaan merupakan struktur modal perusahaan.

Hipotesis Pecking Order menggambarkan sebuah hierarki dalam pencarian dana perusahaan dimana perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* untuk membayar dividen dan mengimplementasikannya sebagai pertumbuhan, apabila perusahaan memerlukan dana yang berasal dari luar maka akan lebih memilih hutang sebelum penerbitan saham baru *(external equity)*. Dari sisi perusahaan, *internal equity* yang didapat dari laba ditahan merupakan sumber pendanaan yang lebih baik apabila dibandingkan dengan *debt*. Karena *internal equity* tidak memiliki risiko sama sekali, sedang di lain pihak hutang merupakan sumber pendanaan yang lebih baik daripada penerbitan saham baru. Risiko yang ditimbulkan karena adanya hutang *(debt)* lebih rendah daripada risiko yang disebabkan penerbitan saham baru. Karena hutang tidak begitu berpengaruh terhadap nilai saham saat ini dibandingkan dengan penerbitan saham baru.

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimumkan kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan memutuskan untuk melaksanakan investasi dengan harapan akan memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Dengan demikian tujuan yang harus dicapai dalam investasi adalah memaksimumkan kemakmuran pemegang saham atau memaksimumkan nilai perusahaan. Sehingga

untuk terus tumbuh perusahaan harus bisa memanfaatkan dengan sebaik-baiknya setiap peluang untuk berinvestasi.

Dalam melakukan investasi perusahaan berkaitan erat dengan pendanaan, jika dana yang digunakan untuk berinvestasi sebagian besar berasal dari *internal equity,* hal itu akan berdampak pada jumlah dividen yang akan dibagikan kepada para investor. Dividen yang akan dibagikan kepada investor akan semakin kecil apabila investasi semakin besar. Lain halnya apabila perusahaan cenderung menggunakan sumber dana dari luar untuk mendanai investasi, maka jumlah dividen yang akan dibagikan lebih besar. Oleh karena itu, para manajer perusahaan harus bisa menentukan kebijakan dividen yang dapat memberikan keuntungan kepada para pemegang saham, di satu sisi juga harus menjalankan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang diharapkan.

Dengan demikian dapat dikatakan bahwa semakin tinggi *"dividend payout ratio"* yang ditetapkan oleh suatu perusahaan, maka semakin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali di dalam perusahaan, hal itu berarti akan menghambat pertumbuhan perusahaan. Salah satu fungsi terpenting dari *financial manager* adalah menetapkan alokasi dari keuntungan neto sesudah pajak atau pendapatan untuk pembayaran dividen di satu pihak dan untuk laba ditahan di lain pihak, dimana keputusan tersebut mempunyai pengaruh yang sangat menentukan nilai perusahaan *(the value of the firm).*

Pembagian dividen sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku para investor. Investor sekarang ini lebih menyukai dividen yang tinggi sehingga

mengakibatkan rendahnya laba yang ditahan *(retained earning)*. Hal ini disebabkan para investor menganggap bahwa jumlah tertentu yang diterima sebagai dividen sekarang lebih berharga jika dibandingkan dengan *capital gain* yang akan didapat di kemudian hari.

Investor yang tidak menyukai risiko *(risk aversion)* mensyaratkan semakin tinggi risiko suatu perusahaan semakin tinggi keuntungan *(earning)* yang diinginkan. Dividen yang ada di tangan mempunyai nilai yang lebih tinggi dari *capital gain* di masa yang akan datang. Dengan demikian investor menghindari risiko menuntut dividen yang tinggi (Surasni, 1998).

Surasni (1998) menyatakan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi maka perusahaan akan berusaha untuk tidak menurunkan dividen karena akan menyebabkan investor beranggapan bahwa perusahaan berada dalam kesulitan financial. Perilaku dividen dapat dipakai sebagai acuan bagi investor untuk lebih paham dalam pemilihan investasi yang menguntungkan.

Jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham akan tergantung pada laba yang dapat diperoleh perusahaan karena dividen berasal dari keuntungan bersih. Karena semakin tinggi dividen yang harus dibagikan kepada para investor mengakibatkan pendapatan yang diperoleh perusahaan banyak dialokasikan ke dividen dibandingkan ke *retained earning*. *Retained earning* yang rendah mengakibatkan kesempatan untuk berinvestasi menjadi berkurang. Di lain pihak, perusahaan dituntut untuk terus tumbuh maka perusahaan harus dapat melakukan ekspansi dengan melaksanakan peluang investasi yang ada. Dalam

menjalankan investasi maka perusahaan memenuhi kekurangan dana investasi, akibat dari *retained earning* yang rendah, berasal dari *external finance* terutama dengan hutang dari para kreditur.

Penelitian mengenai hubungan antara *dividend payout ratio, financial leverage*, dan investasi sebelumnya pernah dilakukan oleh Adedeji (1998) di Inggris, kesimpulan dari hasil penelitian Adedeji yaitu terdapat hubungan yang saling mempengaruhi secara negatif antara *dividend payout ratio* dan investasi. Dan terdapat hubungan yang positif antara *dividend payout ratio* dengan *financial leverage*. Akan tetapi, tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *financial leverage* dan investasi. Meskipun investasi mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan pada *financial leverage*, namun *financial leverage* tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada investasi.

Pada tahun 2000 hasil penelitian Fama dan French menunjukkan bahwa perusahaan yang profitabel dan perusahaan yang memiliki investasi lebih sedikit akan mempunyai *dividend payout* yang lebih tinggi.

Di Indonesia penelitian yang mempelajari keterkaitan antara dividen, jumlah hutang dan investasi perusahaan pernah dilakukan oleh Yuniningsih pada tahun 2002. Hasil dari penelitian tersebut adalah *financial leverage* tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada *dividend payout ratio*, investasi berhubungan negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* dan investasi tidak memberikan pengaruh signifikan pada *financial leverage, dividend payout ratio* dan *financial leverage* berhubungan negatif dan signifikan pada investasi.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian untuk mengetahui apakah hasil penelitian sebelumnya juga berlaku pada kondisi perekonomian Indonesia akibat krisis ekonomi pada pertengahan tahun 1997, penelitian ini menggunakan periode pengamatan tahun 1998 samapai 2001. Penulis mengaktualisasikan dalam tulisan yang berjudul: "Analisa Keterkaitan Antara *Dividend Payout Ratio, Financial Leverage* dan Reinvestasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta."

1.2. Rumusan Masalah Penelitian

Sesuai dengan latar belakang masalah yang diuraikan sebelumnya maka yang menjadi pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah *dividend payout ratio* mempunyai pengaruh terhadap tersedianya dana investasi dan hutang perusahaan *(financial leverage)*
2. Apakah pengeluaran investasi mempunyai pengaruh terhadap *dividend payout ratio* dan jumlah hutang perusahaan *(financial leverage)*

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan:

- Untuk menguji pengaruh *dividend payout ratio* terhadap *financial leverage* dan juga terhadap tersedianya dana investasi.

- Untuk menguji pengaruh pengeluaran investasi terhadap *dividend payout ratio* dan juga terhadap *financial leverage.*

1.3.2. Manfaat Penelitian

Dalam penelitian ini penulis berharap agar hasil penelitian ini dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

- bagi perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan ataupun sebagai bahan pertimbangan pihak manajemen dalam pembuatan keputusan ataupun kebijakan bisnis.
- bagi investor, sebagai bahan pertimbangan untuk memahami keterkaitan antara kebijakan dividen, kebijakan hutang, kebijakan investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ.

1.4. Batasan Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1998 sampai tahun 2001 dan memiliki laporan keuangan secara lengkap serta dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory.*

1.5. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan disusun sebagai berikut:

Bab pertama merupakan pendahuluan yang terdiri dari latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab dua berisi landasan teori yang digunakan untuk membahas masalah yang diangkat dalam penelitian ini yang berkaitan dengan penelitian dan penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya dan pengembangan hipotesis penelitian.

Bab tiga mengenai metode penelitian yang mencakup pembahasan tentang ruang lingkup dan batasan penelitian serta perumusan model analisis yang digunakan dalam penelitian ini.

Bab empat menyajikan analisis dan pembahasan hasil penelitian yang akan membuktikan diterima atau ditolaknya hipotesis yang telah dijelaskan dalam bab sebelumnya.

Bab lima menjelaskan mengenai kesimpulan, keterbatasan penelitian dan saran-saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan atau *earning* antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan di dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan di dalam perusahaan sebagai Laba Ditahan atau *retained earning.* Dengan demikian Laba ditahan atau *retained earning* merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dapat berasal dari dua sumber yaitu *internal financing* dan *external financing. Internal financing* dalam arti luas yaitu pemenuhan kebutuhan dana dengan dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri oleh perusahaan. Dana tersebut adalah dana yang berasal dari laba ditahan dan yang berasal dari depresiasi. Sedangkan pengertian *external financing* adalah pemenuhan kebutuhan dana dengan dana yang berasal dari luar perusahaan. Dana tersebut berasal dari pemilik perusahaan atau dari hasil penjualan saham *(equity financing),* atau dana yang berasal dari hasil penjualan obligasi, kredit dari *supplier,* kredit dari bank atau perusahaan-perusahaan asuransi, dan lain-lain *(debt financing).*

Terdapat dua tujuan yang saling berlawanan di dalam suatu perusahaan yaitu bahwa di satu pihak setiap perusahaan selalu menginginkan pertumbuhan

bagi perusahaan tersebut. Sedangkan di lain pihak perusahaan juga harus dapat membayar dividen kepada para pemegang saham.

Apabila jumlah dividen yang dibagikan semakin besar, maka semakin sedikit bagian laba yang ditahan. Sehingga sebagai akibatnya adalah menghambat tingkat pertumbuhan dalam pendapatan dan harga sahamnya. Lain halnya jika perusahaan menginginkan sebagian besar pendapatannya tetap ditahan di dalam perusahaan, maka bagian dari pendapatan yang akan digunakan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham menjadi semakin kecil. Sejumlah tertentu dari pendapatan yang digunakan untuk membayar dividen disebut sebagai *dividend payout ratio.* Menurut pendapat yang dikemukakan Surasni (1998) bahwa suatu perusahaan menginginkan adanya pertumbuhan secara terus-menerus agar dapat hidup dan memberi kemakmuran yang lebih tinggi kepada para pemegang saham.

Kebijakan dividen yang optimal suatu perusahaan merupakan kebijakan yang merupakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga dapat memaksimumkan laba (Weston dan Gapenski, 1997) dalam Yuniningsih (2002).

2.1.1. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan antara lain sebagai berikut (Riyanto, 1997):

1. Posisi Likuiditas Perusahaan

Likuiditas atau posisi kas suatu perusahaan merupakan faktor yang penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menentukan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Dividen merupakan *"cash outflow"* atau aliran kas keluar, oleh karena itu semakin kuatnya posisi likuiditas perusahaan, maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Posisi likuiditas perusahaan yang sedang tumbuh kurang begitu kuat, hal tersebut disebabkan karena sebagian besar dana perusahaan tertanam dalam bentuk aktiva tetap dan modal kerja. Sehingga kemampuan perusahaan untuk membayar *cash dividend* menjadi sangat terbatas. Maka dari uraian di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa posisi likuiditas perusahaan yang makin kuat maka semakin tinggi *dividend payout ratio*nya.

2. Kebutuhan Dana untuk Membayar Utang

Apabila suatu perusahaan akan mendapatkan atau menjual obligasi baru, yang akan digunakan untuk membiayai kebutuhan investasi perusahaan, maka perusahaan sebelumnya harus sudah merencanakan bagaimana caranya untuk membayar kembali utang tersebut.

Perusahaan harus menyediakan dana sendiri yang berasal dari keuntungan untuk melunasi utang tersebut pada hari jatuh temponya. Perusahaan dapat juga mengganti utang yang sudah jatuh tempo dengan utang yang baru *(refunding of debt)*.

Jika dana yang akan digunakan untuk melunasi utang berasal dari laba ditahan, maka perusahaan harus menahan sebagian besar pendapatannya untuk keperluan tersebut. Hal tersebut berdampak terhadap bagaian pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Sehingga perusahaan harus menetapkan *dividend payout ratio* yang rendah.

3. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan

Perusahaan dengan pertumbuhan yang semakin cepat, berarti bahwa kebutuhan akan dana untuk membiayai pertumbuhan tersebut menjadi semakin besar. Untuk membiayai kebutuhan dana untuk waktu mendatang perusahaan lebih memilih untuk menahan sebagian pendapatannya daripada dibayarkan kepada para pemegang saham. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang semakin cepat maka dana yang diperlukan juga semakin besar, semakin besar kesempatan untuk memperoleh keuntungan, semakin besar bagian pendapatan yang ditahan di dalam perusahaan, berarti bahwa jumlah dividen yang dibagikan *(dividend payout ratio)* semakin kecil.

4. Pengawasan Terhadap Perusahaan

Ada perusahaan yang mempunyai kebijakan hanya membiayai ekspansinya dengan dana yang berasal dari sumber intern saja. Kebijakan tersebut dilakukan atas pertimbangan bahwa apabila ekspansi dibiayai

dengan dana yang berasal dari hasil penjualan saham baru akan melemahkan *control* atau pengawasan dari kelompok dominan di dalam perusahaan. Demikian juga apabila ekspansi dibiayai dengan utang maka akan memperbesar risiko finansial. Mempercayakan pada pembelanjaan intern dalam rangka untuk mempertahankan *control* terhadap perusahaan berarti mengurangi *dividend payout ratio.*

2.1.2. Berbagai Macam Alternatif Dalam Pembayaran Dividen

Perusahaan harus memutuskan berapa besarnya keuntungan yang ditahan dan berapa besar yang akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen. Keputusan ini penting karena menyangkut tanggung jawab terhadap pemegang saham yang telah menanamkan dananya dan juga terhadap pertumbuhan perusahaan. Terdapat 3 macam alternatif dalam pembayaran dividen (Martin, Petty, Keown, Scott Sr, 1991) dalam Surasni (1998):

1. ***Dividend Payout* Yang Konstan**

Dengan *dividend payout* yang konstan maka perusahaan menetapkan rasio yang tetap terhadap keuntungan. Berapapun keuntungan yang diperoleh persentase keuntungan yang dibagikan selalu sama. Sebagai akibatnya maka jumlah uang yang dibayarkan akan berbeda tergantung pada keuntungan yang diperoleh. Hal tersebut tidak akan menjadi persoalan sepanjang keuntungan yang diperoleh setiap periodenya

selalu meningkat. Akan tetapi jika keuntungan yang diperoleh lebih kecil dari pada periode sebelumnya maka dividen yang dibayarkan akan turun. Dapat disimpulkan bahwa kebijakan rasio yang tetap akan mengakibatkan pembayaran dividen berfluktuasi sesuai dengan naik turunnya keuntungan yang diperoleh.

2. Jumlah Yang Stabil

Kebijakan ini akan menyebabkan perusahaan membayarkan junlah yang tetap untuk beberapa periode, pembayaran akan dinaikkan apabila perusahaan merasa yakin bahwa kenaikan ini dapat dipertahankan untuk periode-periode selanjutnya. Perusahaan juga tidak akan melakukan penurunan dividen sampai benar-benar terbukti bahwa perusahaan tidak sanggup lagi membayar.

3. Jumlah Yang Kecil Ditambah Dividen Ekstra

Perusahaan membayarkan dividen dalam jumlah yang kecil dan apabila ada keuntungan yang melonjak maka pada akhir periode perusahaan menambahkan dividen ekstra. Tujuan manajemen melakukan kebijakan ini adalah untuk menghindarkan konotasi dividen permanen, akan tetapi hal ini menyebabkan investor tidak dapat mengestimasikan dividen dan menjadi ragu-ragu untuk menanamkan dananya.

2.2. Kebijakan Hutang (Struktur Modal)

Financial leverage merupakan penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham.

Sufiyanti (1997) menyatakan bahwa *financial leverage* mengukur seberapa besar aktiva dibiayai oleh hutang. Apabila perusahaan menggunakan hutang berarti ada biaya tetap yang muncul yaitu beban bunga. Alasan perusahaan menggunakan *financial leverage* adalah untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar dari biaya tetap yang harus dibayar yaitu biaya bunga. Jika perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya, maka laba bersih setelah pajak semakin kecil dan sebagai akibatnya dividen yang diterima pemegang aham juga semakin kecil. Jadi semakin tinggi hutang perusahaan maka berarti bahwa *financial leverage* perusahaan juga semakin tinggi.

Keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan, sangat mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber dana perusahaan yang berasal dari sumber internal yaitu laba ditahan dan depresiasi. Dana yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian di dalam perusahaan.

Pemenuhan kebutuhan dana yang beerasal dari kreditur merupakan hutang bagi perusahaan atau disebut *debt financing* yaitu pembelanjaan perusahaan dengan hutang.

Dana yang diperoleh dari para pemilik, peserta atau pengambil bagian dalam perusahaan merupakan modal sendiri perusahaan. Proporsi dan bauran dari penggunaan modal sendiri atau hutang dalam memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan.

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (1998;293) dalam Yuniningsih (2002) bahwa teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan. Apabila keputusan investasi dan kebijakan dividen konstan dan perubahan struktur modalnya tidak merubah nilai perusahaan berarti tidak ada struktur modal yang terbaik, jadi semua struktur modal adalah baik. Tetapi kalau bisa merubah struktur modal dan ternyata nilai perusahaan berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang terbaik. Jadi struktur modal yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan atau harga saham adalah struktur modal yang terbaik.

Teori mengenai kebijakan hutang (struktur modal) dibagi menjadi 2 kategori yaitu *static trade off theory* dan *pecking order theory.*

2.2.1. Trade off Theory

Model *trade off theory* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dengan biaya agensi yang akan terjadi dengan

penggunaan hutang tersebut (Megginson,1997). Model ini merupakan pengembangan dari teori Modigliani Miller mengenai *irrelevance capital structure hypothesis*. Modigliani-Miller berpendapat bahwa dalam keadaan pasar sempurna maka nilai perusahaan dengan menggunakan hutang akan sama dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang (Modigliani dan Miller, 1998). Akan tetapi mereka merevisi kembali pendapat tersebut dengan hasil temuan mereka bahwa adanya pajak maka hutang akan menjadi relevan, hal tersebut disebabkan bunga hutang yang dibayarkan akan mengurangi tingkat penghasilan yang terkena pajak, sehingga perusahaan akan mampu meningkatkan nilainya dengan menggunakan hutang.

Suatu fakta berlawanan dengan temuan tersebut, dalam kenyataannnya tidak ada satu perusahaan pun yang akan menggunakan dana seluruhnya berasal dari hutang atau dalam jumlah yang relatif besar. Model tersebut mengabaikan faktor biaya kebangkrutan dan biaya keagenan yang timbul. Sehingga suatu struktur modal yang optimal akan dapat ditemukan dengan menyeimbangkan antara keuntungan dari penggunaan hutang dan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Hal ini disebut *tradeoff theory*

(Myers, 1984, Jensen dan Meckling , 1976) yang diacu oleh Wijaya (2001).

2.2.2. *Pecking Order Hypothesis*

Keputusan pendanaan pada dasarnya berkaitan dengan pemilihan sumber dana oleh perusahaan. Sumber dana perusahaan dapat berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan. Laba ditahan yang

merupakan hasil kegiatan perusahaan merupakan sumber dana dari dalam perusahaan. Sedangkan sumber dana dari luar perusahaan dapat berasal dari pemilik dan dapat juga berasal dari kreditur.

Pendanaan berdasar *pecking order theory* dipengaruhi oleh adanya asimetrik informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Dengan adanya asimetri informasi, investor akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas (Myers dan Majluf, 1984) dalam Yuniningsih (2002).

Keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Donalson pada tahun 1961 mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut :

- Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal.
- Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi.
- Kebijakan dividen bersifat *sticky,* fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi.
- Apabila dana eksternal diperlukan maka perusahaan berusaha memilih sumber dana dari hutang yang dipandang lebih aman jika dibandingkan dengan penerbitan ekuitas baru untuk memenuhi kebutuhan investasi.

2.3. Teori Keagenan

Teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) merupakan salah satu *explanatory variable* untuk mengetahui adanya variasi di dalam kebijakan hutang (struktur modal) perusahaan. Teori keagenan membahas antara pemberi kerja (prinsipal) dan penerima amanah untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam konteks ini yang dimaksud pemberi kerja (prinsipal) adalah para pemegang saham dan agen adalah manajemen pengelola perusahaan. Selanjutnya, prinsipal akan memberikan hak kepada orang lain yang disebut agen untuk menjalankan haknya. Kedua belah pihak diikat kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing. Prinsipal menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan manajemen mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang diamanahkan oleh pemegang saham kepadanya. Untuk kepentingan tersebut, prinsipal akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan agen memperoleh gaji, bonus, dan berbagai macam kompensasi lainnya (Faisal, 2000).

Menurut Harianto dan Sudomo (1998) dalam Faisal (2000) manusia pada umumnya menginginkan keuntungan yang sebesar-besarnya untuk diri sendiri dan mempunyai kecenderungan menghindari risiko atas perbuatannya. Keterbatasan sifat manusia tersebut menyebabkan prinsipal dan agen saling mencari peluang untuk menguntungkan diri sendiri atas biaya salah satu pihak.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab timbulnya konflik keagenan adalah karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung risiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam menjalankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung untuk menyetujui pengeluaran atau pos-pos biaya yang bersifat konsumtif dan tidak produktif.

Penyebab lain konflik antara manajer dan *shareholder* adalah karena keputusan pendanaan, pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematik dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya, mereka lebih berhubungan dengan risiko perusahaan secara keseluruhan. Dengan demikian, menurut teaori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Pemilik harus mengendalikan konflik keagenan untuk menghindari permasalahan yang mengganggu kemajuan perusahaan di masa yang akan datang. Permasalahan keagenan ditelusuri dari beberapa kondisi seperti

penggunaan aliran kas bebas *(free cash flow)* pada aktivitas yang tidak menguntungkan, (Jensen, 1984) dalam Nuriningsih (2002) peningkatan kekuasaan manajer dalam melakukan *over investment* uriningsih (2002) atau disebabkan oleh perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer. Investor memilih risiko tinggi untuk mendapatkan return tinggi sedangkan manajer memilih risiko rendah untuk mempertahankan posisi atau sebaliknya di dalam perusahaan (Cruchley dan Hansen, 1989) dalam Nuriningsih (2002).

Biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan disebut biaya keagenan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), biaya keagenan meliputi pengeluaran monitoring, bonding, dan residual loss. Pengeluaran monitoring adalah pengeluaran yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk mengawasi aktivitas dan perilaku manajer. Pengeluaran monitoring antara lain membayar auditor untuk mengaudit laporan keuangan perusahaan atau membayar asuransi untuk melindungi aset perusahaan. Pengeluaran bonding adalah pengeluaran yang dikeluarkan oleh manajer untuk memberi jaminan kepada pemilik bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. Pada kondisi tertentu prinsipal mengeluarkan biaya untuk mempengaruhi keputusan manajer dalam memaksimalkan kemakmuran prinsipal atau dikenal sebagai residual loss.

Di dalam teori keagenan terdapat beberapa mekanisme untuk mengontrol biaya keagenan seperti meningkatkan kepemilikan manajerial, pembayaran dividen, penggunaan hutang, dan memperhitungkan tingkat

risiko (Crutchley dan Hansen: 1989; Jensen dan Zorn: 1992; Chen dan Steiner: 1999) dalam Nuriningsih (2002).

2.4. Kajian Teoritis dan Perumusan Hipotesis

2.4.1. Penelitian-penelitian Sebelumnya

- **Penelitian Adedeji (1998)**

Adedeji (1998), menguji prediksi dari hipotesis *pecking order* bahwa terdapat interaksi yang negatif antara *dividend payout ratio* dan investasi. Adedeji juga melakukan pengujian mengenai keterkaitan antara *dividend payout ratio, financial leverage*, dan investasi. Sampel penelitian terdiri dari 224 perusahaan di Inggris selama periode tahun 1993 sampai dengan tahun 1996. Dalam penelitiannya Adedeji menggunakan *the three stage least squares regression technique* (3 SLS) dan *the OLS regression technique* sebagai tehnik pengujian.

Kesimpulan dari hasil penelitian Adedeji dengan menggunakan tehnik penelitian 3 SLS, hasilnya adalah terdapat hubungan yang saling mempengaruhi secara negatif antara *dividend payout ratio* dan investasi. Dan terdapat hubungan yang positif antara *dividend payout ratio* dengan *financial leverage*. Akan tetapi, tidak terdapat hubungan yang signifikan antara *financial leverage* dan investasi. Meskipun investasi mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan pada *financial leverage*, namun *financial leverage*

tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada investasi. Sedangkan dengan menggunakan OLS sebagai tehnik penelitiannya, diperoleh hasil yang berbeda dengan 3 SLS yaitu tidak ada hubungan yang signifikan antara investasi dengan *dividend payout ratio*, dan investasi tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada *financial leverage.*

- **Penelitian Shyam-Sunder dan Myers (1999)**

Shyam-Sunder dan Myers (1999) menguji struktur modal tradisional dengan model *pecking order.* Sampel penelitian terdiri dari 157 perusahaan. Data penelitian yang digunakan dari tahun 1971 sampai dengan tahun 1989. Mereka menyatakan bukti empiris yang mendukung teori *pecking order.* Mereka menemukan bukti bahwa teori *pecking order* merupakan pendekatan pertama yang sangat baik atas perilaku pendanaan perusahaan.

- **Penelitian Fama dan French (2000)**

Fama dan French (2000) melakukan pengujian terhadap prediksi *trade off* dan *pecking order* mengenai dividen dan hutang. Fama dan French (2000) mengungkapkan bahwa perusahaan yang profitabel dan perusahaan yang memiliki investasi lebih sedikit akan mempunyai *dividend payout* yang lebih tinggi. Mereka juga mengungkapkan bahwa dengan mempunyai *market leverage* yang lebih sedikit dengan *long term dividend payout* yang lebih rendah, meskipun dividen tidak bervariasi untuk mengakomodasikan variasi investasi jangka pendek. Variasi investasi dan *earning* jangka pendek

sebagian besar diserap oleh hutang. Hal tersebut konsisten dengan prediksi *pecking order theory.*

- **Penelitian Florentina (2001)**

Florentina (2001) melakukan penelitian dengan tujuan untuk menguji prediksi dari hipotesis *pecking order* dengan melihat keterkaitan antara *dividend payout ratio, financial leverage*, dan investasi. Penelitian tersebut menggunakan data yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan periode 1993-1996. Berdasar penelitiannya, Florentina (2001) memperoleh hasil bahwa *financial leverage* tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada *dividend payout ratio.* Dia juga menemukan bahwa investasi berhubungan negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* dan investasi tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada *financial leverage*, *dividend payout ratio* dan *financial leverage* berhubungan negatif dan signifikan pada investasi.

- **Penelitian Yuniningsih (2002)**

Yuniningsih (2002) melakukan penelitian mengenai keterkaitan antara *dividend payout ratio, financial leverage*, dan investasi.

Sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Jakarta dari tahun 1992 sampai tahun 1995. Dalam penelitiannya, Yuniningsih menggunakan metode *two stage least squares (2 SLS)* program SPSS 10.0 *for window.* Hasil penelitian menunjukkan bahwa dividen

memberikan pengaruh negatif terhadap investasi. Di sisi lain dividen tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan jumlah hutang meskipun mempunyai koefisien positif sesuai dengan yang diharapkan dalam penelitian ini. Hasil penelitian juga membuktikan bahwa investasi memberikan pengaruh negatif pada *dividend payout ratio* di sisi lain investasi memberikan pengaruh positif dengan kebijakan hutang.

2.4.2. Perumusan Hipotesis *Dividend Payout Ratio*

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan *dividend payout ratio* dalam penelitian ini adalah *financial leverage*, investasi, liquiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan *(size)*.

1. *Financial Leverage*

Financial leverage mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditujukan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Jadi semakin besar proporsi hutang maka *financial leverage* juga semakin besar. Adedeji (1998) yang diacu oleh penelitian Yuniningsih (2002) menemukan bahwa *financial leverage* mempunyai pengaruh yang positif dengan *dividend payout ratio.*

Perusahaan yang memiliki prospek cerah, mempunyai kecenderungan menggunakan *debt* sebagai alternatif untuk mencukupi kebutuhan

dana dalam pembayaran deviden dalam jangka pendek, apabila perusahaan tidak mempunyai dana internal dalam pemenuhan kebutuhan dana tersebut.

Sedangkan bagi perusahaan yang prospeknya kurang bagus, akan membuat kebutuhan dana berlangsung terus menerus, maka perusahaan akan mengatasi masalah kebutuhan dana tersebut dengan menyesuaikan antara besarnya deviden yang dibagikan dengan besarnya *earning* yang baru. Sehingga pengaruh *financial leverage* terhadap *dividend payout ratio* tergantung tanggapan perusahaan dalam hal kebutuhan dana. *Financial leverage* dapat mempunyai pengaruh positif, tetapi dapat juga memberi pengaruh yang negatif terhadap deviden.

Menurut Frank dan Goyal (2000) dalam Yuniningsih (2002) berpendapat bahwa perusahaan besar akan menambah jumlah hutang dalam upaya pembayaran dividen. Berdasarkan penjelasan tersebut maka *financial leverage* pada penelitian ini diperkirakan berdampak positif terhadap *dividend payout ratio.*

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_1: *Financial leverage* mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

2. Investasi

Perusahaan yang memiliki prospek baik, akan terlihat dari banyaknya peluang untuk berinvestasi. Peluang investasi tersebut akan

mempengaruhi pembayaran deviden. Sehingga perusahaan akan cenderung untuk melakukan pembayaran deviden dalam jumlah yang kecil, agar proporsi *internal equity* yang akan dipergunakan untuk mendanai investasi lebih besar. Sebaliknya, bagi perusahaan yang kurang memiliki kesempatan investasi, maka banyak dana yang tersedia untuk membayar deviden.

Seperti halnya pernyataan Barclay, et al, (1995) bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan memerlukan dana lebih banyak, karena terdapat banyak kesempatan investasi, sehingga mengakibatkan dividen yang dibagikan menjadi lebih sedikit. Sehingga investasi akan berdampak negatif terhadap deviden. Adedeji (1998) juga menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara investasi dengan *dividend payout ratio.*

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_2: Investasi mempunyai pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*

3. Likuiditas

Apabila perusahaan akan membayar deviden kas atau tunai maka akan terdapat aliran kas keluar dalam perusahaan. Oleh karenanya, harus tersedia likuiditas yang cukup, karena semakin tinggi likuiditas yang dimiliki perusahaan maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar deviden kepada para pemegang saham. Gill dan Green (1993)

yang diacu oleh Adedeji (1998) dalam Yuniningsih (2002) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif pada pembayaran deviden.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_3: Liquiditas mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

4. Profitabilitas

Perusahaan harus mampu mengelola sumber daya yang dimiliki untuk menghasilkan laba. Sebagian dari laba yang diperoleh akan ditahan oleh perusahaan sebagai laba ditahan. Sedangkan, sebagian lagi akan digunakan untuk membayar deviden kepada para pemegang saham. jadi besar atau kecilnya deviden yang akan dibagikan dipengaruhi oleh besar atau kecilnya laba yang diperoleh perusahaan. Yuniningsih (2002) mengemukakan bahwa semakin besar tingkat laba atau profitabilitas yang diperoleh perusahaan akan mengakibatkan semakin besar pula deviden yang akan dibagikan. Sebaliknya semakin kecil tingkat laba atau profitabilitas maka semakin kecil kemampuan perusahaan untuk membayar deviden kepada para pemegang saham. Theobald (1978) dalam Florentina (2001) menemukan bahwa *earning* memiliki pengaruh positif pada dividen.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_4: Profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

5. Ukuran perusahaan *(size)*

Perusahaan besar akan mampu mempertahankan kelangsungan hidupnya dan dapat mengakses ke pasar modal dengan lebih mudah jika dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. Perusahaan yang dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal maka perusahaan tersebut akan mampu mendapatkan dana dalam waktu yang relatif cepat. Oleh karena itu, perusahaan dengan ukuran yang lebih besar diperkirakan akan memiliki kemampuan untuk menghasilkan *earning* yang lebih besar, sehingga akan mampu membayar deviden yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil. Chang dan Rhee (1990) dan Adedeji (1998) yang diacu oleh Florentina (2001) menemukan bahwa *size* atau ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_5: Ukuran Perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

2.4.3. Perumusan Hipotesis *Financial Leverage*

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan *financial leverage* dalam penelitian ini adalah *dividend payout ratio*, investasi, profitabilitas, struktur asset dan ukuran perusahaan *(size)*.

1. Dividend Payout Ratio

Pembayaran dividen yang besar di masa lalu akan mengakibatkan para pemegang saham yang mengharapkan dividen yang besar pula di masa yang akan datang. Jumlah dividen yang besar di masa lalu akan meningkatkan kebutuhan kas di masa yang akan datang (Florentina, 2001). Perusahaan enggan untuk melakukan pemotongan dividen, dengan maksud untuk menghindari sinyal negatif, karena dengan adanya penurunan dividen dipersepsikan oleh investor bahwa perusahaan mengalami prospek yang kurang menguntungkan sehingga akan menurunkan nilai saham (Yuniningsih, 2002). Dana yang tersedia di dalam perusahaan selain digunakan untuk membayar dividen juga digunakan untuk mendanai investasi. Pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan *retained earning* di dalam perusahaan menjadi rendah. Keterbatasan dana yang ada di perusahaan akan mendorong dilakukannya pinjaman sehingga rasio *leverage*nya menjadi lebih tinggi. Sehingga perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang tinggi maka akan melakukan pinjaman hutang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang lebih rendah. Dalam

penelitiannnya Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh yang positif terhadap *financial leverage*.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_6: *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

2. Investasi

Perusahaan akan melakukan peminjaman apabila investasi yang dilakukan melebihi *retained earning* yang ada di dalam perusahaan. Hal tersebut sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa pendanaan itu berdasarkan hierarki yaitu dari laba ditahan, melalui penggunaan hutang *(debt)* dan urutan yang terakhir dengan ekuitas. Perusahaan yang memiliki peluang investasi besar akan melakukan peminjaman dalam jumlah yang besar untuk mendanai peluang investasi tersebut. Seperti halnya pernyataan yang dikemukakan oleh Adedeji (1998) dan Fama,et al (2000) yang diacu oleh Yuniningsih (2002) bahwa investasi mempunyai pengaruh positif dengan *financial leverage* perusahaan.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_7: Investasi mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

3. Profitabilitas

Florentina (2001) menyatakan bahwa prospek perusahaan yang baik akan cenderung mendorong perusahaan untuk memenuhi pendanaan dari *retained earning*, prospek tersebut seringkali terkait dengan tingkat profitabilitas. Semakin besar profitabilitas yang dimiliki oleh perusahaan maka *retained earning* juga bertambah besar. Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990), dan Allen (1993) yang diacu oleh Florentina (2001) mengemukakan bahwa profitabilitas berhubungan negatif dengan *financial leverage*. Sehingga perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi akan melakukan peminjaman dalam jumlah yang kecil. Perusahaan akan memilih untuk menggunakan *retained earning* dibandingkan dengan penggunaan hutang *(debt)*. Hal tersebut sesuai dengan teori *pecking order*, yaitu perusahaan akan menggunakan *reatined earning* dan jika memerlukan *external finance* maka akan memilih menggunakan *debt* sebelum menerbitkan saham baru (ekuitas).

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_8: Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap *financial leverage*

4. Struktur Asset

Struktur asset berhubungan dengan jumlah asset yang dapat dijadikan agunan. Semakin besar struktur asset yang dimiliki oleh

perusahaan maka peluang untuk menggunakan hutang juga semakin besar. Investor lebih mudah dan mempercayai memberikan pinjaman dengan agunan yang bernilai tinggi khususnya agunan yang berupa tangible asset dibandingkan dengan agunan yang bernilai rendah. Hal tersebut disebabkan karena struktur asset yang tinggi dapat digunakan sebagai agunan menyebabkan perusahaan mempunyai kemampuan untuk membayar hutang. Sehingga diprediksikan bahwa struktur asset mempunyai hubungan positif dengan *financial leverage.*

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_9: Struktur asset mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

5. Ukuran perusahaan *(size)*

Perusahaan besar dapat lebih mudah untuk mengakses pasar modal dibandingkan dengan perusahaan kecil. Besar kecilnya ukuran perusahaan merupakan suatu alat yang digunakan dalam pemberian pinjaman oleh para kreditor. Maka diprediksikan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage.*

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_{10}: Ukuran Perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

2.4.4. Perumusan Hipotesis Investasi

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan investasi dalam penelitian ini adalah *dividend payout ratio, financial leverage*, pertumbuhan perusahaan *(sales growth)*, profitabilitas, dan ukuran perusahaan *(size)*.

1. Dividend Payout Ratio

Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen memiliki pengaruh yang negatif pada investasi. Pembayaran dividen yang besar kepada para pemegang saham mengakibatkan laba ditahan di dalam perusahaan menjadi rendah. Karena perusahaan mengalokasikan sebagian besar dari labanya untuk membayar dividen. Sehingga bisa dipastikan bagian laba ditahan menjadi berkurang. Hal tersebut berakibat pada dana yang tersedia untuk investasi menjadi berkurang. Sehingga perusahaan yang membayar dividen dalam jumlah yang cukup tinggi dalam suatu periode tertentu maka dana yang tersedia untuk investasi menjadi berkurang dalam periode selanjutnya. Dari uraian di atas dapat disimpulkan bahwa dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_{11}: *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi

2. ***Financial Leverage***

Sesuai dengan hipotesis *pecking order* bahwa perusahaan akan menggunakan *internal equity* terlebih dahulu. Apabila *internal equity* tidak mencukupi perusahaan akan menggunkan *external finance.* Perusahaan akan memilih hutang sebagai dana tambahan yang akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan. Perusahaan dengan peluang investasi yang besar menyebabkan tingkat hutang tinggi. Karena hutang tersebut akan digunakan untuk mencukupi pembiayaan investasi yang ada. Dengan demikian, *financial leverage* diprediksikan memiliki pengaruh positif terhadap investasi perusahaan.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_{12}: *Financial leverage* mempunyai pengaruh positif terhadap investasi

3. **Profitabilitas**

Berdasarkan penelitian Baskin (1989) bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang positif dengan investasi di Amerika Serikat. Perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi memiliki kemampuan untuk menyediakan dana. Sehingga perusahaan akan mampu untuk membiayai peluang-peluang investasi yang ada. Jadi semakin besar profitabilitas yang

diperoleh perusahaan maka peluang investasi yang bisa dijalankan juga semakin besar.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_{13}: Profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap investasi

4. **Ukuran Perusahaan *(Size)***

Baskin (1989), Allen (1993) dan Adedeji (1998) yang diacu Florentina (2001) menemukan bahwa ukuran perusahaan atau *size* memiliki pengaruh yang negatif pada investasi perusahaan. Perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil mempunyai kesempatan yang lebih besar untuk menjalankan peluang-peluang investasi. Karena perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil memiliki kemungkinan besar untuk mengalami pertumbuhan. Sehingga dalam penelitian ini diprediksikan bahwa ukuran perusahaan *(size)* berpengaruh negatif pada investasi.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_{14}: Ukuran Perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi

5. **Pertumbuhan Perusahaan *(Sales Growth)***

Florentina (2001) menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan atau sales growth mencerminkan salah satu ukuran keberhasilan

perusahaan atau realisasi pertumbuhan dari investasi di masa lalu *(realized growth)*. Sehingga keberhasilan yang telah dicapai oleh perusahaan tersebut akan menjadi tolak ukur investasi untuk pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan berarti bahwa perusahaan tersebut memerlukan asset yang semakin besar juga. Sehingga perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan *(sales growth)* tinggi akan mempertahankan earning untuk investasi kembali. Sehingga diperkirakan tingkat pertumbuhan memiliki hubungan positif dengan investasi.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan di atas sebagai berikut:

H_{15}: Pertumbuhan perusahaan *(Growth)* mempunyai pengaruh positif terhadap investasi

BAB III

METODE DAN SAMPEL PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi adalah semua individu atau unit-unit yang menjadi obyek penelitian. Dari kumpulan individu atau unit-unit tersebut akan digunakan untuk membuat sejumlah kesimpulan. Penelitian ini dilakukan dengan mengambil populasi yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, yang menerbitkan laporan keuangan yang lengkap dan dipublikasikan di dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD).*

Sampel penelitian dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling.* Dengan metode tersebut maka hanya obyek yang memenuhi kriteria tertentu saja yang dapat digunakan sebagai sampel penelitian. Kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel yaitu:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 1998-2001.
2. Perusahaan yang membagikan dividen yang dapat dilihat dari *dividend payout ratio (DPR).*
3. Perusahaan yang mempunyai informasi tentang hutang baik hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek.
4. Perusahaan yang mempunyai informasi mengenai *closing price.*

5. Perusahaan yang memiliki informasi yang berkaitan dengan pengukuran variabel lain yang digunakan dalam penelitian ini.

Perusahaan manufaktur dipilih sebagai obyek penelitian karena penelitian akan lebih relevan apabila dilakukan pada jenis industri yang sama, mengingat bahwa masing-masing industri memiliki karakteristik yang berlainan.

3.2. Jenis dan Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Yang termasuk data sekunder yaitu data-data mengenai *dividend payout ratio, financial leverage*, investasi, liquiditas, profitabilitas, struktur asset, ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan perusahaaan.

Data-data tersebut diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang dipublikasikan di dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* pada tahun 1998, tahun 1999, tahun 2000 dan tahun 2001.

Sedangkan tehnik pengumpulan data dengan menggunakan metode pooling data, yang dilakukan dengan menjumlahkan seluruh perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian pada tahun 1998, tahun 1999, tahun 2000 dan tahun 2001. Jumlah seluruh perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian ini selama 4 tahun yaitu sebanyak 51 perusahaan.

Daftar nama perusahaan yang dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini dapat dilihat dalam lampiran 1.

3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Penelitian ini menggunakan 3 variabel endogen yaitu *dividend payout ratio, financial leverage* dan investasi dan 5 variabel kontrol yaitu liquiditas, profitabilitas, struktur asset, ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan, untuk menguji hipotesis-hipotesis yang telah dijabarkan pada bab sebelumnya dalam.

3.3.1. *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Variabel ini diberi simbol Y_1, diukur dengan prosentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen yaitu rasio antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham. Y_1 dihitung dengan cara:

$$\textbf{DPR } (Y_1) = \frac{DPS}{EPS}$$

Dimana:

Y_1 = Rasio pembayaran dividen

DPS = Dividen per lembar saham

EPS = Laba per lembar saham

Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 1998, 1999, 2000 dan 2001 pada bagian *summary of financial statement.*

3.3.2. *Financial Leverage* (Y_2)

Variabel ini diberi simbol Y_2. *Financial leverage* diukur dengan perbandingan antara total hutang baik hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek.

$$\textbf{\textit{Financial leverage}}\ (\mathbf{Y_2}) = \frac{CL + LD}{MVF}$$

Dimana:

CL = *Current Liabilities*

LD = *Long Term Debt*

MVF = *Market value of the firm*

$$\textbf{MVF} = \left[\frac{EAT}{EPS} \times Closing\ Price\right] + [CL + LD]$$

EAT = *Earning After Tax*

EPS = *Earning Per Share*

Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 1998, 1999, 2000 dan 2001 pada bagian *summary of financial statement.*

3.3.3. Investasi Perusahaan (Y_3)

Variabel ini diberi simbol Y_3. Investasi diperoleh dengan perbandingan antara selisih *total asset* (selisih total asset tahun sekarang dengan *total asset* tahun sebelumnya) dengan *total asset* tahun sebelumnya. Rumus matematisnya sebagai berikut:

$$\textbf{Investasi}\ (\mathbf{Y_3}) = \frac{TotalAssets_t - TotalAssets_{t-1}}{TotalAssets_{t-1}}$$

Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 1998, 1999, 2000 dan 2001 pada bagian *summary of financial statement.*

3.3.4. Liquiditas (X_1)

Variabel ini diberi simbol X_1. Pengukuran liquiditas dapat dilakukan dengan tiga cara yaitu *net working capital, current ratio* dan *quick ratio. Net working capital* hanya berguna dalam membandingkan tingkat liquiditas dari tahun ke tahun di dalam satu perusahaan. *Quick ratio* hampir sama dengan *current ratio* hanya saja jumlah persediaan *(inventory)* sebagai salah atu komponen dari aktiva lancar harus dikeluarkan. Alasan yang melatar belakangi hal tersebut adalah bahwa persediaan merupakan komponen aktiva lancar yang paling tidak liquid atau sulit untuk diuangkan dalam segera tanpa menurunkan nilainya. Dalam penelitian ini pengukuran liquiditas menggunakan *quick ratio.* Liquiditas diperoleh dari selisih *current asset* dengan *inventory* dibandingkan dengan *current liabilities.* Rumus matematisnya sebagai berikut:

$$\textbf{Liq } (X_1) = \frac{CurrentAssets - inventory}{CurrentLiabilities}$$

Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 1998, 1999, 2000 dan 2001 pada bagian *summary of financial statement.*

3.3.5. Profitabilitas (X_2)

Variabel ini diberi simbol X_2. Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Dalam penelitian ini variabel profitabilitas menggunakan *return on asset* (ROA) yang diukur dari aliran pendapatan setelah pajak dibagi dengan *total asset.*

$$\textbf{Prof. } (X_2) \quad = \frac{EAT}{TA}$$

Dimana:

EAT = *Earning After Tax*

TA = *Total Asset*

Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 1998, 1999, 2000 dan 2001 pada bagian *summary of financial statement.*

3.3.6. Struktur Asset (X_3)

Struktur asset berhubungan dengan jumlah jumlah asset yang dijadikan jaminan, hal tersebut digunakan untuk mempermudah memperoleh jaminan. Variabel ini diberi simbol X_3. Pengukuran struktur asset menggunakan hasil bagi antara *inventory* dengan *total asset.* Rumus matematisnya sebagai berikut:

$$\textbf{Struk.Asset } (X_3) \quad = \quad \frac{Inventory}{TotalAsset}$$

Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 1998, 1999, 2000 dan 2001 pada bagian *summary of financial statement.*

3.3.7 Ukuran Perusahaan/ *Size* (X_4)

Ukuran perusahaan merupakan salah satu alat untuk menilai suatu perusahaan dalam pemberian hutang oleh kreditur. Semakin besar ukuran perusahaan semakin mudah untuk menjangkau pasar modal sehingga lebih mudah untuk mengumpulkan dana dalam waktu singkat dan dalam jumlah yang semakin besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Variabel ini diberi simbol X_4 diukur dengan menggunakan *natural log of sales*. Proksi tersebut digunakan sebagai salah satu ukuran untuk melihat besar kecilnya perusahaan.

Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 1998, 1999, 2000 dan 2001 pada bagian *summary of financial statement.*

3.3.8. Tingkat Pertumbuhan /*Growth* (X_5)

Variabel ini diberi simbol X_5. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi merupakan suatu petunjuk tentang keberhasilan perusahaan untuk

meraih tingkat kemampuan untuk mendapat laba perusahaan di masa yang akan datang.

Growth **(X_5)** = $\frac{S_1 - S_{t-1}}{S_{t-1}}$

Dimana:

S_t = penjualan pada tahun ke t

S_{t-1} = penjualan pada tahun ke t-1

Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 1998, 1999, 2000 dan 2001 pada bagian *summary of financial statement.*

3.4. Perumusan Model Penelitian

Setelah dilakukan pengidentifikasian pengukuran variabel, maka tahap selanjutnya adalah merumuskan model yang akan digunakan dalam analisis data. Dalam penelitian ini terdapat 3 persamaan simultan yang terdiri dari variabel endogen dan variabel eksogen. Persamaan simultan digunakan untuk menggambarkan keterkaitan antara berbagai variabel dalam persamaan. Ciri dari persamaan simultan adalah variabel endogen dalam suatu persamaan bisa menjadi variabel eksogen pada persamaan yang lain, begitu pula sebaliknya.

Jika *dividend payout ratio, financial leverage* dan investasi saling terkait satu sama lain, maka *dividend payout ratio* (Y_1) harus merupakan fungsi dari *financial leverage* (Y_2), dan investasi (Y_3) setelah dilakukan pengontrolan atas

faktor-faktor yang lain. Dan *financial leverage* (Y_2) merupakan fungsi dari *dividend payout ratio* (Y_1) dan investasi (Y_3) setelah dilakukan pengontrolan atas faktor-faktor yang lain. Begitu pula dengan investasi (Y_3) merupakan fungsi dari *dividend payout ratio* (Y_1) dan *financial leverage* (Y_2) setelah dilakukan pengontrolan atas faktor-faktor lainnya. Untuk menentukan apakah hal ini benar, maka dirumuskan sistem persamaan sebagai berikut:

$Y_1 = a_0 + a_1Y_2 + a_2Y_3 + a_3X_1 + a_4X_2 + a_5X_4 + e_1$

$Y_2 = b_0 + b_1Y_1 + b_2Y_3 + b_3X_2 + b_4X_3 + b_5X_4 + e_2$

$Y_3 = c_0 + c_1Y_1 + c_2Y_2 + c_3X_2 + c_4X_4 + c_5X_5 + e_3$

Dimana:

Y_1 = *Dividend Payout Ratio*

Y_2 = *Financial Leverage*

Y_3 = Investasi

X_1= Liquiditas

X_2= Profitabilitas

X_3= Struktur Asset

X_4= Ukuran perusahaan *(Size)*

X_5= Tingkat Pertumbuhan *(Growth)*

a,b,c= *Coefisien Regression*

e_1,e_2,e_3= *Error Term*

Setiap persamaan terdiri dari variabel endogen dan variabel eksogen. Persamaan pertama terdiri dari 1 variabel endogen dan 5 variabel eksogen.

Variabel endogen yaitu *dividend payout ratio* (Y_1). Sedangkan variabel eksogen terdiri dari 2 variabel independensi (*financial leverage* atau Y_2 dan invetasi atau Y_3) dan 3 variabel kontrol (liquiditas atau X_1, profitabilitas atau X_2, dan ukuran perusahaan atau X_4). Persamaan kedua terdiri dari 1 variabel endogen dan 5 variabel eksogen. Variabel endogen yaitu *financial leverage* (Y_2), sedangkan variabel eksogen terdiri dari 2 variabel independensi (*dividend payout ratio* atau Y_1 dan investasi atau Y_3) dan 3 variabel kontrol (profitabilitas atau X_2, struktur asset atau X_3, dan ukuran perusahaan atau X_4). Dan persamaan ketiga terdiri dari 1 variabel endogen dan 5 variabel eksogen. Variabel endogen yaitu investasi (Y_3), sedangkan variabel eksogen terdiri dari 2 variabel independensi (*dividend payout ratio* atau Y_1 dan *financial leverage* atau Y_2) dan 3 variabel kontrol (profitabilitas atau X_2, ukuran perusahaan atau X_4, dan tingkat pertumbuhan atau X_5).

3.5. Prosedur Estimasi

3.5.1. Identifikasi Persamaan

Untuk mengetahui hubungan antara variabel endogen yaitu bagaimana hubungan antara *dividend payout ratio, financial leverage*, dan investasi maka langkah pertama yang harus dilakukan yaitu identifikasi persamaan. Gujarati (1993) menyatakan bahwa identifikasi ini dilakukan untuk mengetahui apakah persamaan tersebut berada dalam salah satu kondisi sebagai berikut:

1. tidak bisa diidentifikasi (*under-identified*)

2. tepat diidentifikasi (*exactly-identified*)

3. terlalu diidentifikasi (*over-identified*)

Formulasi yang digunakan untuk mentukan ketiga kondisi di atas adalah:

(K-M) < (G-1) adalah menunjukkan kondisi *under-identified*

(K-M) = (G-1) adalah menunjukkan kondisi *exactly-identified*

(K-M) > (G-1) adalah menunjukkan kondisi *over-identified*

Dimana:

K = Jumlah total variabel dalam model

M = Jumlah variabel endogen dan eksogen

G = Jumlah total persamaan

Berdasarkan tes identifiksi dengan syarat tersebut diatas, maka dari model yang terdapat dalam penelitian ini dapat dirangkum sebagai berikut:

Tabel 3.1.

Tes Identifikasi Persamaan

Persamaan	K-M	G-1	Hasil	Identifikasi
Y_1	(8-6)	(3-1)	2=2	*Exactly-identified*
Y_2	(8-6)	(3-1)	2=2	*Exactly-identified*
Y_3	(8-6)	(3-1)	2=2	*Exactly-identified*

Dari tabel di atas, dapat dilihat bahwa persamaan *dividend payout ratio, financial leverage*, dan investasi adalah *exactly-identified* sehingga

penelitian ini menggunakan analisis *two-stage least stage* (2 SLS). Karena syarat dilakukan 2 SLS yaitu apabila persamaan dalam model pada kondisi *exactly-identified* atau *over-identified.*

3.5.2. Alat Analisis

Alat analisis statistik adalah *two-stage least squares* (2 SLS) dengan program SPSS.10.0 *for windows.* Langkah-langkah yang dilakukan dengan 2 SLS dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Regresi satu persatu dari 3 persamaan di atas. Kemudian dari hasil regresi tersebut menghasilkan Y_1*, Y_2*, dan Y_3*.

Dari hasil regresi tersebut yaitu Y_1*, Y_2*, dan Y_3* dimasukkan ke masing-masing persamaan dan diperlakukan sebagai variabel eksogen menggantikan variabel independensi Y_1, Y_2, dan Y_3, sedangkan variabel endogen dan variabel eksogen selain Y_1*, Y_2*, dan Y_3* masih menggunakan variabel semula. Setelah itu dilakukan regresi lagi dan akan memperoleh hasil akhir.

3.6. Pengujian Hipotesis

Berdasarkan permasalahan yang dijumpai dalam penelitian ini maka hipotesis yang diusulkan dalam penelitian ini dapat dirumuskan dalam 15 hipotesis sebagai berikut:

- Hipotesis 1 :

  Ho1: *financial leverage* tidak mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

  Ha1: *financial leverage* mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

- Hipotesis 2 :

  Ho2 : Investasi tidak mempunyai pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*

  Ha2 : Investasi mempunyai pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*

- Hipotesis 3 :

  Ho3 : Liquiditas tidak mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

  Ha3 : Liquiditas mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

- Hipotesis 4 :

  Ho4 : Profitabilitas tidak mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

  Ha4 : Profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

- Hipotesis 5 :

  Ho5 : Ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

  Ha5 : Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

- Hipotesis 6 :

  Ho6 : *Dividend payout ratio* tidak mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

  Ha6 : *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

- Hipotesis 7

  Ho7 : Investasi tidak mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

  Ha7 : Investasi mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

- Hipotesis 8

  Ho8 : Profitabilitas tidak mempunyai pengaruh negatif terhadap *financial leverage*

  Ha8 : Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap *financial leverage*

- Hipotesis 9

  Ho9 : Struktur asset tidak mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

  Ha9 : Struktur asset mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

- Hipotesis 10

  Ho10 : Ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

  Ha10 : Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*

- Hipotesis 11

  Ho11 : *Dividend payout ratio* tidak mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi

  Ha11 : *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi

- Hipotesis 12

  Ho12 : *Financial leverage* tidak mempunyai pengaruh positif terhadap investasi

  Ha12 : *Financial leverage* mempunyai pengaruh positif terhadap investasi

- Hipotesis 13

  Ho13 : Profitabilitas tidak mempunyai pengaruh positif terhadap investasi

  Ha13 : Profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap investasi

- Hipotesis 14

  Ho14 : Ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi

  Ha14 : Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi

- Hipotesis 15

  Ho15 : Pertumbuhan perusahaan tidak mempunyai pengaruh positif terhadap investasi

  Ha15 : Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap investasi

Untuk menguji hipotesis di atas, nilai p-value dari masing-masing koefisien regresi yang kemudian diperbandingkan dengan tingkat signifikansi 0,05 untuk penarikan kesimpulan sebagai berikut:

Terima Ho, apabila p-value > 0,05

Tolak Ho, apabila p-value < 0,05

3.6.1. Persamaan *Dividend Payout Ratio*

Persamaan *dividend payout ratio* digunakan untuk menguji hipotesis 1, hipotesis 2, hipotesis 3, hipotesis 4 dan hipotesis 5.

$Y_1 = a_0 + a_1Y_2 + a_2Y_3 + a_3X_1 + a_4X_2 + a_5X_4 + e_1$

Hipotesis 1, hipotesis 3, hipotesis 4 dan hipotesis 5 akan diterima apabila koefisien *financial leverage*, liquiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan (*size*) berbanding lurus dengan *dividend payout ratio* dan signifikan. Apabila tidak berbanding lurus dan tidak signifikan maka hipotesis akan ditolak. Sedangkan hipotesis 2 akan diterima apabila koefisien investasi berbanding terbalik dengan *dividend payout ratio* dan signifikan. Apabila tidak berbanding terbalik dan tidak signifikan maka hipotesis akan ditolak.

3.6.2. Persamaan *Financial Leverage*

Persamaan *financial leverage* digunakan untuk menguji hipotesis 6, hipotesis 7, hipotesis 8, hipotesis 9 dan hipotesis 10.

$Y_2 = b_0 + b_1Y_1 + b_2Y_3 + b_3X_2 + b_4X_3 + b_5X_4 + e_2$

Hipotesis 6, hipotesis 7, hipotesis 9 dan hipotesis 10 akan diterima apabila koefisien *dividend payout rasio*, investasi, struktur asset dan ukuran perusahaan berbanding lurus dengan *financial leverage* dan signifikan. Apabila tidak berbanding lurus dan tidak signifikan, maka hipotesis ditolak. Sedangkan hipotesis 8 akan diterima apabila koefisien profitabilitas

berbanding terbalik dengan *financial leverage* dan signifikan. Apabila tidak berbanding terbalik dan tidak signifikan, maka hipotesis akan ditolak.

3.6.3. Persamaan Investasi

Persamaan investasi digunakan untuk menguji hipotesis 11, hipotesis 12, hipotesis 13, hipotesis 14 dan hipotesis 15.

$Y_3 = c_0 + c_1Y_1 + c_2Y_2 + c_3X_2 + c_4X4 + c_5X_5 + e_3$

Hipotesis 12, hipotesis 13, dan hipotesis 15 akan diterima apabila koefisien *financial leverage*, profitabilitas, dan tingkat pertumbuhan perusahaan berbanding lurus dengan investasi dan signifikan. Apabila tidak berbanding lurus dan tidak signifikan, maka hipotesis ditolak. Sedangkan hipotesis 11 dan hipotesis 14 akan diterima apabila koefisien *dividend payout ratio* dan ukuran perusahaan berbanding terbalik dengan investasi dan signifikan. Apabila tidak berbanding terbalik dan tidak signifikan, maka hipotesis akan ditolak.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

Pada bab ini membahas 3 pokok bahasan, yaitu statistik deskripstif, hasil pengujian hipotesis dan pembahasan hasil penelitian.

4.1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk mengetahui bagaimana karakteristik sampel penelitian yang digunakan dalam penelitian. Untuk mengetahui karakteristik sampel secara rinci, maka dapat dilihat statistik deskriptif pada tabel 4.1.

Tabel 4.1. Descriptive Statistics

	N	Minimum	Std. Deviation
Y1-DPR	51	.098590	.11021837
Y2-Fin.Lev	51	.066242	.19917638
Y3-Inves	51	-.169328	.13623335
X1-Liquid	51	.194145	.99573142
X2-Profitab	51	.013563	6.7717033E-02
X3-Str.Aset	51	.009320	.13820920
X4-Size	51	4.804814	.54955219
X5-Growth	51	-.274192	.19956662
Valid N (listwise)	51		

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui jumlah sampel untuk diteliti sebanyak 51. Nilai rata-rata (mean) dan tingkat penyimpangan penyebaran (standar deviasi) dari variabel-variabel yang digunakan adalah *dividend payout ratio, financial leverage,* investasi, liquiditas, profitabilitas, struktur asset, ukuran

perusahaan *(size)*, dan tingkat pertumbuhan *(growth)*, untuk periode analisis tahun 1998 sampai dengan tahun 2001.

Sebagaimana ditunjukkan dalam tabel di atas, mean *dividend payout ratio* (Y_1) dari 51 perusahaan yang diambil dalam sampel dari Bursa Efek Jakarta adalah 33,14 %. Hal ini memperlihatkan terdapatnya tingkat pembayaran dividen yang cukup tinggi dari perusahaan-perusahaan yang diambil dalam sampel. Standar deviasi dari *dividend payout ratio* sebesar 0,1102 menunjukkan bahwa adanya rentangan yang tidak begitu besar dari tingkat pembayaran dividen di antara perusahaan dalam sampel. Hal ini dapat disimpulkan bahwa adanya distribusi dividen yang cukup merata.

Financial leverage (Y_2) mempunyai mean 37,84 %, yang berarti bahwa tingkat penggunaan hutang juga relatif tinggi dalam perusahaan yang diteliti. Standar deviasi 0,1992 berarti bahwa perusahaan-perusahaan yang diteliti ada dalam range *financial leverage* yang sama.

Mean dari investasi (Y_3) sebesar 13,92 % menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan-perusahaan yang diambil dalam sampel penelitian mengalami perkembangan yang relatif rendah selama periode tahun 1998 sampai tahun 2001, dan standar deviasi sebesar 0,1362 menunjukkan rentangan yang rendah dalam melakukan investasi dari perusahaan-perusahaan yang diteliti.

Mean dari liquiditas sebesar 152,00 % menunjukkan bahwa pada periode 1998 sampai dengan tahun 2001 liquiditas perusahaan dalam sampel sangat tinggi. Standar deviasi dari liquiditas sangat tinggi yaitu 0,9957. Mean dari

profitabilitas sebesar 11,40 % menunjukkan bahwa pada periode tahun 1998 sampai dengan tahun 2001 sebagian besar perusahaan dalam sampel memperoleh profit yang cukup kecil. Standar deviasi dari profitabilitas sangat kecil yaitu 6,77170E-02. Mean dari struktur asset sebesar 19,52 % menunjukkan bahwa tangible asset yang diambil dalam sampel relatif tinggi. Sedangkan besarnya standar deviasi adalah 0,1382.

Mean dari ukuran perusahaan *(size)* sebesar 569,8% yang berarti bahwa perusahaan dalam sampel memiliki rata-rata penjualan yang tinggi. Sedangkan besarnya standar deviasi adalah 0,5431. Tingkat pertumbuhan *(growth)* memiliki mean sebesar 19,86 % yang berarti bahwa perusahaan mengalami peningkatan dalam penjualan yang tidak begitu tinggi, sedangkan standar deviasi sebesar 0,1996 menunjukkan bahwa rentangan dari adanya peningkatan penjualan tersebut.

4.2. Hasil Pengujian Hipotesis

4.2.1. Persamaan *Dividend Payout Ratio*

Tabel 4.2

Variabel Dependen : *Dividend Payout ratio*

Variabel	Koefisien	Nilai T	T.*significance*
Constanta	1,109		0,000
Financial Leverage (Y_2)	-1,298	-10,59	0,000
Investasi (Y_3)	0,251	1,86	0,069
Liquiditas (X_1)	-0,0114	-1,169	0,249
Profitabilitas (X_2)	-2,702	-7,803	0,000
Size (X_4)	8,64E-04	0,047	0,963

Berdasarkan persamaan *dividend payout ratio* pada tabel 4.2 dapat diketahui bahwa

$Y_1 = 1,109 - 1,298Y_2 + 0,251Y_3 - 0,0114X_1 - 2,702X_2 + 8,64E\text{-}04X_4$

Konstanta sebesar 1,109 berarti bahwa jika tidak ada Y_2, Y_3, X_1, X_2 dan X_4, maka *dividend payout ratio* (Y_1) sebesar 1,109.

Koefisien regresi *financial leverage* (Y_2) sebesar –1,298 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,000, berarti bahwa probabilitas jauh di bawah 0,05. Karena 0,000 < 0,05 maka koefisien *financial leverage* (Y_2)

signifikan. Maka hipotesis H_1, *financial leverage* mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio,* ditolak.

Koefisien regresi investasi (Y_3) sebesar 0,251 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,069, berarti bahwa probabilitas berada di atas 0,05. Karena 0,069 < 0,05 maka koefisien investasi (Y_3) tidak signifikan. Maka hipotesis H_2, investasi mempunyai pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, ditolak.

Koefisien regresi liquiditas (X_1) sebesar – 0,0114 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,249, berarti bahwa probabilitas berada jauh di atas 0,05. Karena 0,249 > 0,05 maka koefisien X_1 tidak signifikan. Maka hipotesis H_3, liquiditas mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio,* ditolak.

Koefisien profitabilitas (X_2) sebesar –2,702 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,000, berarti bahwa probabilitas jauh berada di bawah 0,05. Karena 0,000 < 0,05 maka koefisien profitabilitas (X_2) signifikan. Maka hipotesis H_4, profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio,* ditolak.

Koefisien regresi *size* (X_4) sebesar 8,64E–04 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,963, berarti bahwa probabilitas jauh berada di atas 0,05. Karena 0,963 > 0,05 maka koefisien *size* (X_4) tidak signifikan. Maka hipotesis H_5, ukuran perusahaan *(size)* mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio,* ditolak.

4.2.2. Persamaan *Financial Leverage*

Tabel 4.3

Variabel Dependen : *Financial Leverage*

Variabel	Koefisien	Nilai T	T.*significance*
Constanta	1,019	9,782	0,000
Dividen Payout Ratio(Y_1)	-2,319	-11,289	0,000
Investasi (Y_3)	0,284	1,754	0,086
Profitabilitas (X_2)	-2,284	-11,550	0,000
Struktur asset (X_3)	0,226	2,861	0,006
Size (X_4)	5,345E-02	2,243	0,030

Berdasarkan persamaan *financial leverage* pada tabel 4.3 dapat diketahui bahwa

$Y_2 = 1{,}019 - 2{,}319Y_1 + 0{,}284Y_3 - 2{,}284X_2 + 0{,}226X_3 + 5{,}345E\text{-}02X_4$

Konstanta sebesar 1,019 berarti bahwa jika tidak ada Y_1, Y_3, X_2, X_3, dan X_4 maka *financial leverage* (Y_2) sebesar 1,019.

Koefisien regresi *dividend payout ratio* (Y_1) sebesar –2,319 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,000, berarti bahwa probabilitas jauh di bawah 0,05. Karena 0,000 < 0,005 maka koefisien

dividend payout ratio (Y_1) signifikan. Maka hipotesis H_6, *dividend payout ratio* mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*, ditolak.

Koefisien regresi investasi (Y_3) sebesar 0,284 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,086, berarti bahwa probabilitas jauh di atas 0,05. Karena 0,086 > 0,05 maka koefisien investasi (Y_3) tidak signifikan. Maka hipotesis H_7, investasi mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*, ditolak.

Koefisien regresi profitabilitas (X_2) sebesar –2,284 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,000, berarti bahwa probabilitas jauh di bawah 0,05. Karena 0,000 < 0,05 maka koefisien profitabilitas (X_2) signifikan. Maka hipotesis H_8, profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap *financial leverage*, diterima.

Koefisien regresi struktur asset (X_3) sebesar 0,226 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,006, berarti bahwa probabilitas berada di bawah 0,05. Karena 0,006< 0,05 maka koefisien struktur asset (X_3) signifikan. Maka hipotesis H_9, struktur asset mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*, diterima.

Koefisien regresi *size* (X_4) sebesar 5,345E–02 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,030, berarti bahwa probabilitas di bawah 0,05. Karena 0,030 < 0,05 maka koefisien *size* (X_4) signifikan. Maka hipotesis H_{10}, ukuran perusahaan *(size)* mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*, diterima.

4.2.3. Persamaan Investasi

Tabel 4.4

Variabel Dependen : Investasi

Variabel	Koefisien	Nilai T	T.*significance*
Constanta	-0,794	-4,206	0,000
Dividend Payout Ratio (Y_1)	-8,821E-02	-0,335	0,739
Financial Leverage (Y_2)	0,962	5,249	0,000
Profitabilitas (X_2)	2,635	6,511	0,000
Size (X_4)	4,427E-02	1,807	0,077
Growth (X_5)	0,231	3,771	0,000

Berdasarkan persamaan investasi pada tabel 4.4 dapat diketahui bahwa

$Y_3 = -0,794 - 8,821E\text{-}02Y_1 + 0,962Y_2 + 2,635X_2 + 4,427E\text{-}02X_4 + 0,231X_5$

Konstanta sebesar –0,794 berarti bahwa jika tidak ada Y_1, Y_2, X_2, X_4 dan X_5, maka investasi (Y_3) sebesar –0,794.

Koefisien regresi dividen (Y_1) sebesar -8,821E-02 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,739, berarti bahwa probabilitas berada jauh di atas 0,05. Karena 0,739 >0,05 maka koefisien dividen (Y_1) tidak signifikan. Maka hipotesis H_{11}, *dividend payout ratio* mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi, ditolak.

Koefisien regresi *financial leverage* (Y_2) sebesar 0,962 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,000, berarti bahwa probabilitas jauh di bawah 0,05. Karena 0,000 < 0,05 maka koefisien *financial leverage* (Y_2) signifikan. Maka hipotesis H_{12}, *financial leverage* mempunyai pengaruh positif terhadap investasi, diterima.

Koefisien regresi profitabilitas (X_2) sebesar 2,635 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,000, berarti bahwa probabilitas jauh di bawah 0,05. Karena 0,000 <0,05 maka koefisien profitabilitas (X_2) signifikan. Maka hipotesis H_{13}, profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap investasi, diterima.

Koefisien regresi *size* (X_4) sebesar 4,427E-02 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,077, berarti bahwa probabilitas berada di atas 0,05. Karena 0,077 > 0,05 maka koefisien size (X_4) tidak signifikan. Maka hipotesis H_{14}, ukuran perusahaan (size) mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi, ditolak.

Koefisien regresi *growth* (X_5) sebesar 0,231 dan terlihat bahwa pada kolom *significance* adalah 0,000, berarti bahwa probabilitas jauh di bawah 0,05. Karena 0,000 < 0,05 maka koefisien tingkat pertumbuhan /*growth* (Y_3) signifikan. Maka hipotesis H_{15}, tingkat pertumbuhan *(growth)* mempunyai pengaruh positif terhadap investasi, diterima.

4.3. Pembahasan Hasil

4.3.1. Persamaan *Dividend Payout Ratio*

Pengaruh variabel *financial leverage* memiliki koefisien yang negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Tetapi hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Hasil tersebut juga tidak konsisten dengan penelitian Adedeji (1998), bahwa *financial leverage* mempunyai koefisien positif dan signifikan. Hasil penelitian ini juga tidak sesuai dengan penelitian Yuniningsih (2002), yang mengemukakan bahwa *financial leverage* mempunyai koefisien positif tetapi tidak berpengaruh secara signifikan dengan *dividend payout ratio.*

Variabel investasi memiliki koefisien positif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio.* Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Hasil tersebut bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan Adedeji (1998) dan Yuniningsih (2002). Mereka menemukan bahwa investasi memiliki koefisien negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio.*

Profitabilitas mempunyai koefisien negatif dan mempengaruhi secara signifikan terhadap dividen. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam bab sebelumnya. Hasil tersebut tidak sesuai dengan penelitian Adedeji (1998) dan Yuniningsih (2002).

Liquiditas mempunyai koefisien negatif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap dividen. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis

yang diajukan pada bab sebelumnya. Hasil tersebut juga tidak konsisten dengan penelitian Adedeji (1998) dan Yuniningsih (2002).

Ukuran perusahaan /*size* (X_4) tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap dividen, walaupun mempunyai koefisien positif sesuai dengan arah hubungan yang diharapkan dalam penelitian ini.

4.3.2. Persamaan *Financial Leverage*

Variabel *dividend payout ratio* memiliki koefisien yang negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap *financial leverage* (Y_2). Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Adedeji (1998) yaitu bahwa dividen mempunyai koefisien positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap *financial leverage*, hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan hasil penelitian Yuniningsih (2002) bahwa dividen memiliki koefisien positif tetapi tidak signifikan.

Investasi tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap *financial leverage*, walaupun memiliki koefisien positif sesuai dengan arah hubungan yang diharapkan dalam penelitian ini. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Yuniningsih (2002).

Profitabilitas mempunyai koefisien yang negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap *financial leverage*. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini.

Variabel struktur asset mempunyai koefisien positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap *financial leverage.* Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini.

Ukuran perusahaan *(size)* mempunyai koefisien yang positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap *financial leverage.* Hasil penelitian ini menunjukkan hasil yang sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian Yuniningsih (2002) yang menemukan bahwa *size* menunjukkan koefisien positif dan berpengaruh signifikan terhadap *financial leverage.*

4.3.3. Persamaan Investasi

Variabel *dividend payout ratio* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap investasi, walaupun memiliki koefisien negatif yang sesuai dengan arah hubungan yang diharapkan dalam penelitian ini. Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Adedeji (1998) dan Yuniningsih (2002).

Financial leverage mempunyai koefisien positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap investasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya. Hasil tersebut sejalan dengan hasil penelitian Yuniningsih (2002).

Profitabilitas mempunyai koefisien positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap investasi. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Sedangkan hasil penelitian Adedeji (1998) dan

Yuniningsih (2002) profitabilitas tidak mempengaruhi secara signifikan terhadap investasi, walaupun memiliki koefisien positif sesuai dengan arah hubungan yang diharapkan.

Ukuran perusahaan atau *size* mempunyai koefisien positif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap investasi. Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Hasil tersebut tidak sejalan dengan hasil penelitian Yuniningsih (2002), yang menyatakan bahwa *size* mempunyai koefisien negatif dan signifikan.

Tingkat pertumbuhan atau *growth* mempunyai koefisien positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap investasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Hasil tersebut konsisten dengan hasil penelitian Yuniningsih (2002).

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan analisis terhadap hasil penelitian mengenai keterkaitan antara kebijakan *dividend payout ratio, financial leverage* dan investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode amatan dari tahun 1998 sampai dengan tahun 2001 dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil analisis mengenai pengaruh *dividend payout ratio* terhadap tersedianya dana untuk investasi dan hutang perusahaan *(financial leverage)* menunjukkan bahwa di*vidend payout ratio* mempunyai pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap investasi, setelah dikontrol oleh faktor-faktor lain yaitu profitabilitas dan tingkat pertumbuhan *(growth)* yang mempengaruhi secara positif terhadap investasi. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* mempunyai pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *financial leverage* setelah dikontrol oleh faktor-faktor yang lain yaitu profitabilitas yang berpengaruh secara negatif terhadap *financial leverage,* struktur asset dan ukuran perusahaan *(size)* yang berpengaruh positif terhadap *financial leverage.*

2. Hasil analisis mengenai pengaruh pengeluaran investasi terhadap *dividend payout ratio* dan jumlah hutang perusahaan *(financial leverage)*

menunjukkan bahwa investasi mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* setelah dikontrol oleh faktor lain yaitu profitabilitas yang berpengaruh secara negatif terhadap *dividend payout ratio.* Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa investasi mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap *financial leverage* setelah dikontrol oleh faktor-faktor lain yaitu profitabilitas yang berpengaruh negatif terhadap *financial leverage,* struktur asset dan ukuran perusahaan *(size)* yang berpengaruh positif terhadap *financial leverage.*

5.2. Saran

Dari hasil penelitian dan kesimpulan di atas, maka peneliti perlu mengemukakan beberapa saran sebagai berikut :

1. Untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan sampel perusahaan selain perusahaan manufaktur.
2. Fokus penelitian yang akan datang menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang.
3. Membantu pihak manajemen perusahaan di dalam menentukan alternatif pendanaan dan investasi yang tepat.
4. Dapat dipergunakan bagi para akademisi untuk bahan acuan penelitian selanjutnya.

DAFTAR PUSTAKA

Adedeji, A., 1998*Does The Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratio of Firm in The UK*, ***Journal of Business Finance & Accounting***. No. 25, pp 1127 – 1155.

Anatomy of the Stock Exchange, 1999, ***Pusat Data Bisnis Indonesia***, Vol 1-2.

Barclay, M.J.,Smith,C.W., and Watt, R.S., 1995," The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", ***The New Corporate Finance***: Where Theory Meet Practice, International Edition, Irwin McGraw-Hill: 214-299

Baskin, J.,1989," An Empirical Investigation of the pecking Order Hypothesis", Financial Management, Spring, pp26-35.

Donalson, G., 1961," Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity", ***Boston, Division of Research,*** Harvard Graduate School of Business Administration.

Faisal, 2000, *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap kebijakan Hutang Perusahaan pada Industri Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta*, ***Tesis MSi (unpublished)***, UGM, Yogyakarta.

Fama, E.F., French, Kenneth,R., 2000, *Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividend and Debt*, ***Working Paper***, University of Chicago.

_____, 1980, *Agency Problem and The Theory of The Firm*, ***Journal of Political of Law and Economic 26,*** pp 301 – 325.

Florentina, I.E., 2001, *Pengujian Hipotesis Pecking Order : Analisis Terhadap Keterkaitan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi*, ***Tesis MSi (unpublished)***, UGM, Yogyakarta.

Gujarati, D., 1993, *Ekometrika Dasar*, Second Edition, Irwin-McGraw Hill.

Husnan, S., 1996, *Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, ***Manajemen Keuangan***, Edisi 4, BPFE, Yogyakarta

Institute for Economics and Financial Research, 1999, ***Indonesian Capital Market Directory,*** Fourth Edition.

_____2000, ***Indonesian Capital Market Directory,*** Sixth Edition.

_____2001, ***Indonesian Capital Market Directory,*** Eight Edition.

Jensen, M., and Meckling, 1976, *Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency and Ownership Structure*, ***Journal of Financial Economic***, No.3, pp 159 -360.

Megginson, W.L., 1997," Corporate Finance Theory", Addison-Wesley Educational Publisher Inc.

Modiagliani, F., Miller, M.H., 1998, *The Cost of Capital. Corporation Finance and The Theory of Investment*, ***American Economic Review***, No.13, pp 261-297.

Nuriningsih, K., 2002, *Kepemilikan Manajerial dan Konflik Keagenan : Analisis Simultan antara Kepemilikan Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen*, ***Tesis MSi (unpublished)***, UGM, Yogyakarta.

Riyanto, B., 1997, *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi 4, BPFE, Yogyakarta

Shyam-Sunder, Lakshmi, and Myers, S.C., 1999," Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure", ***Journal of Financial Economics,*** No51, pp219-244.

Sufiyanti, 1997, *Pengaruh Leverage Operasi dan Finansial, Ukuran Perusahaan dan Jenis Industri Terhadap Resiko Sistematik dalam Saham Biasa,* ***Tesis Msi,*** UGM, Yogyakarta.

Surasni, N.K., 1998, *Beberapa Variabel yang Mempengaruhi Dividend Pershare pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta,* ***Tesis Msi (unpublished)***, UGM, Yogyakarta.

Wijaya, M.E., 2001, *Pengujian Empiris Prediksi Pecking Order Theory dan Tradeoff Theory Mengenai Leverage*, ***Tesis MSi (unpublished)***, UGM, Yogyakarta.

Yuniningsih, 2002, *Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta*, ***Jurnal Bisnis dan Ekonomi***, Vol.9, No.2, Hal 164-182.

LAMPIRAN 1

DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL PENELITIAN

DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL PENELITIAN

NO	NAMA PERUSAHAAN MANUFAKTUR	TAHUN 1998	TAHUN 1999	TAHUN 2000	TAHUN 2001
1	Aqua Golden		√		
2	Delta Djakarta			√	
3	Fast Food		√		√
4	Sari Husada		√		
5	Siantar Top	√			
6	BAT			√	
7	Gudang Garam	√	√	√	
8	Hanjaya Mandala		√		
9	Eratex Djaja		√		
10	Roda Vivatex		√		
11	Sunson Textile				√
12	Pan Brothers		√	√	√
13	Daya sakti		√		
14	Tirta Mahakam				√
15	Lautan Luas		√	√	√
16	Duta Pertiwi			√	
17	Ekadharma		√		
18	Intan Wijaya				√
19	Asahimas		√		
20	Berlina	√	√	√	
21	Dynaplast		√		√
22	Igar Jaya				√
23	Semen Gresik	√	√	√	
24	Indal Aluminium		√		
25	Kedaung Indah			√	
26	Komatsu		√		
27	Metrodata				√
28	Goodyear		√	√	√
29	Selamat Sempurna		√		√
30	Dankos			√	√
31	Tempo Scan			√	
32	Mandom/ Tancho	√		√	
33	Mustika Ratu	√	√		
	Total= 51	6	20	13	12

LAMPIRAN 2

DATA SAMPEL PENELITIAN

	tahun	nama	y1	y2	y3	x1	x2	x3
1	1998	Siantar Top	.371180	.132839	-.013562	3.085815	.137111	.129590
2	1998	Gudang Garam	.460990	.101061	.232661	.680223	.165997	.530829
3	1998	Berlina	.235290	.679079	.003153	1.107241	.053978	.126996
4	1998	Semen Gresik	.360960	.476959	.341185	.713125	.031258	.084201
5	1998	Mandom	.501670	.416258	.142410	1.175008	.118486	.284989
6	1998	Mustika Ratu	.336130	.293144	.199690	2.808404	.111011	.183547
7	1999	Aqua Golden	.262470	.543984	.189255	1.156574	.095746	.028087
8	1999	Fast Food	.401460	.146840	.048373	.894796	.090791	.122575
9	1999	Sari Husada	.405680	.087075	.385267	3.133135	.223187	.203289
10	1999	Gudang Garam	.422650	.066242	.236342	1.130932	.281869	.526253
11	1999	Hanjaya Mandala	.492770	.167817	.242949	.687193	.217577	.345395
12	1999	Eratex Djaja	.310340	.769383	-.029184	1.519109	.041123	.246731
13	1999	Roda Vivatex	.380430	.163300	-.169328	2.165821	.077076	.168130
14	1999	Pan Brothers	.185190	.446378	.091348	1.610965	.153267	.131711
15	1999	Daya Sakti	.373130	.461077	-.017013	.382300	.081107	.276297
16	1999	Lautan Luas	.545450	.270077	.042686	.855636	.043638	.167353
17	1999	Ekadharma	.361010	.201330	.008735	2.350186	.226469	.187683
18	1999	Asahimas	.253970	.712124	-.084308	.755896	.016325	.147069
19	1999	Berlina	.327870	.247801	.080358	1.619160	.178251	.165554
20	1999	Dynaplast	.515460	.169907	.038773	1.607417	.095401	.059839
21	1999	Semen Gresik	.399610	.403254	.016038	.920727	.033399	.074700
22	1999	Indal Aluminium	.368420	.534312	.029023	.473347	.066557	.176847
23	1999	Komatsu	.347830	.100930	.192104	3.027378	.222463	.304663
24	1999	Goodyear	.325580	.204541	.072435	1.730016	.253305	.193904
25	1999	Selamat Sempurn	.200000	.193599	.161216	1.347948	.132909	.259714
26	1999	Mustika Ratu	.350250	.108949	-.011223	3.987759	.093051	.178109
27	2000	Delta Djakarta	.139660	.587252	.263192	1.893360	.089094	.053408
28	2000	BAT	.401840	.349031	-.071187	.194145	.070728	.581267
29	2000	Gudang Garam	.428820	.159103	.342492	.423673	.206878	.663780
30	2000	Pan Brothers	.179490	.409097	.225202	1.598598	.129362	.167389
31	2000	Lautan Luas	.098590	.520248	.175176	2.252932	.079530	.185314
32	2000	Duta Pertiwi	.181160	.453262	.269497	3.284266	.126713	.101801
33	2000	Berlina	.439880	.439903	.394243	1.725336	.143268	.153555
34	2000	Semen Gresik	.399900	.567986	.046635	1.319424	.045464	.087888
35	2000	Kedaung Indah	.400000	.599895	.220982	.826141	.081793	.232452
36	2000	Goodyear	.110130	.386637	.167091	1.131201	.091651	.231133
37	2000	Dankos	.392160	.390816	.198049	1.734610	.094545	.138353
38	2000	Tempo Scan	.194050	.188208	.318796	2.518851	.243495	.157159
39	2000	Mandom	.441180	.169212	.351147	2.021869	.158956	.009320
40	2001	Fast Food	.189660	.234944	.125751	.776339	.123166	.141519
41	2001	Sunson Textile	.230770	.657482	.070017	.575937	.013563	.240449
42	2001	Pan Brothers	.211860	.569564	.369170	1.606977	.114144	.099850
43	2001	Tirta Mahakam	.367650	.699080	.200849	.254794	.031187	.398037
44	2001	Lautan Luas	.253970	.656142	.089074	2.920138	.064202	.037259
45	2001	Intan Wijaya	.285710	.303282	.069125	4.646851	.136361	.046357
46	2001	Dynaplast	.450450	.589997	.193447	.603724	.068983	.071916
47	2001	Igar jaya	.250000	.672397	.095502	.757229	.032058	.217729
48	2001	Metrodata	.207550	.458283	.346588	1.217667	.198030	.155498

	x4	x5	y1p	y2p	y3p
1	5.200525	.092521	.36164	.25332	.04804
2	6.998833	.326589	.45060	.22430	.18113
3	4.954831	.191003	.25811	.52915	.13987
4	6.364514	.411429	.37058	.60265	.13793
5	5.417080	.511699	.32268	.28760	.22256
6	5.033601	.032097	.31717	.41464	.04372
7	5.613623	.139364	.29032	.46405	.15264
8	5.543385	.396409	.44887	.35827	.08687
9	5.632225	.779303	.32908	.17472	.35384
10	7.103619	.272875	.39017	-.02182	.31143
11	6.869937	.594191	.39610	.07936	.33913
12	5.541568	-.274192	.22964	.50528	.02127
13	5.387975	-.180341	.41560	.33134	-.09635
14	5.224525	.063487	.27852	.35511	.17387
15	5.744751	-.026161	.35786	.38189	.05238
16	5.804124	.060909	.43395	.38438	-.04398
17	4.968357	-.106733	.30611	.07006	.12060
18	5.895687	.112433	.29293	.55982	.10036
19	5.065867	.291327	.33586	.22078	.19455
20	5.294054	.312839	.41350	.28093	.05677
21	6.490192	.335605	.39983	.45942	.09577
22	5.321576	.042534	.32833	.43357	.06505
23	5.740051	.195833	.33348	.14664	.19532
24	5.728446	.029447	.31916	.03740	.21934
25	5.555532	.028038	.39370	.42265	.06905
26	5.178853	.397181	.36726	.37117	.07478
27	5.413389	.224154	.25169	.57840	.18953
28	5.941612	-.139018	.41442	.39177	-.02528
29	7.175067	.178822	.41521	.19408	.21590
30	5.383401	.441701	.30481	.46021	.24720
31	5.914240	.288592	.28082	.59383	.19335
32	4.804814	-.014261	.23085	.48584	.10852
33	5.195449	.347663	.27562	.34642	.21444
34	6.555869	.163262	.32149	.44217	.11157
35	5.106551	.050526	.27811	.45672	.09767
36	5.712367	-.036347	.35322	.56398	.06787
37	5.725785	.414369	.33210	.40533	.17515
38	6.161861	.090227	.30870	.20825	.24465
39	5.667964	.250670	.36669	.27476	.13793
40	5.773716	.405031	.40451	.42505	.18570
41	5.769971	.104083	.31431	.64272	.07733
42	5.459359	.191129	.25153	.52116	.20051
43	5.584242	.198042	.29309	.58858	.12066
44	6.016832	.266460	.22308	.49974	.19369
45	5.001686	.267746	.24889	.32795	.15287
46	5.583925	.246065	.30315	.42757	.14232
47	5.517737	.138338	.28917	.60118	.10713
48	6.056574	.312908	.26904	.31677	.32718

	tahun	nama	y1	y2	y3	x1	x2	x3
49	2001	Goodyear	.419580	.395333	-.039584	1.470446	.030061	.193886
50	2001	Selamat Sempurn	.428570	.275018	.070222	2.815245	.096368	.166785
51	2001	Dankos	.303030	.467715	.179944	1.595218	.103826	.117254

	x4	x5	y1p	y2p	y3p
49	5.773088	.150063	.37854	.45866	.01428
50	5.752118	.123779	.34561	.33805	.05496
51	5.882880	.435802	.30577	.42227	.22972

LAMPIRAN 3

HASIL REGRESI PERSAMAAN PERTAMA

(DIVIDEND PAYOUT RATIO)

Regression Persamaan 1
Y1=ao + a1Y2 + a2Y3 + a3X1 + a4X2 + a5X4 + e1

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X4-Size, Y2-Fin.Lev, Y3-Inves, X1-Liquid, X2-Profitab[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y1-DPR

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.543[a]	.295	.217	9.7536E-02	1.927

a. Predictors: (Constant), X4-Size, Y2-Fin.Lev, Y3-Inves, X1-Liquid, X2-Profitab

b. Dependent Variable: Y1-DPR

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.179	5	3.586E-02	3.770	.006[a]
	Residual	.428	45	9.513E-03		
	Total	.607	50			

a. Predictors: (Constant), X4-Size, Y2-Fin.Lev, Y3-Inves, X1-Liquid, X2-Profitab

b. Dependent Variable: Y1-DPR

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.492	.208		2.368	.022
	Y2-Fin.Lev	-.368	.105	-.665	-3.496	.001
	Y3-Inves	-2.251E-02	.123	-.028	-.183	.856
	X1-Liquid	-2.909E-02	.017	-.263	-1.677	.100
	X2-Profitab	-.532	.333	-.327	-1.599	.117
	X4-Size	1.567E-02	.031	.078	.510	.613

Coefficients[a]

Model		Correlations			Collinearity Statistics	
		Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)					
	Y2-Fin.Lev	-.368	-.462	-.438	.432	2.312
	Y3-Inves	-.105	-.027	-.023	.677	1.476
	X1-Liquid	-.173	-.243	-.210	.638	1.569
	X2-Profitab	.052	-.232	-.200	.374	2.672
	X4-Size	.244	076	.064	666	1.501

a. Dependent Variable: Y1-DPR

LAMPIRAN 4

HASIL REGRESI PERSAMAAN KEDUA

(FINANCIAL LEVERAGE)

Regression Persamaan 2
Y2=bo + b1Y1 + b2Y3 + b3X2 + b4X3 + b5X4 + e2

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X4-Size, X2-Profitab, Y1-DPR, Y3-Inves, X3-Str.Aset[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y2-Fin.Lev

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.787[a]	.619	.577	.12955731	2.043

a. Predictors: (Constant), X4-Size, X2-Profitab, Y1-DPR, Y3-Inves, X3-Str.Aset

b. Dependent Variable: Y2-Fin.Lev

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.228	5	.246	14.635	.000[a]
	Residual	.755	45	1.679E-02		
	Total	1.984	50			

a. Predictors: (Constant), X4-Size, X2-Profitab, Y1-DPR, Y3-Inves, X3-Str.Aset

b. Dependent Variable: Y2-Fin.Lev

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.858	.214		4.015	.000
	Y1-DPR	-.550	.176	-.305	-3.122	.003
	Y3-Inves	.351	.158	.240	2.223	.031
	X2-Profitab	-2.298	.318	-.781	-7.223	.000
	X3-Str.Aset	7.965E-02	.163	.055	.488	.628
	X4-Size	-1.754E-02	.041	-.048	-.432	.668

Coefficients[a]

Model		Correlations			Collinearity Statistics	
		Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)					
	Y1-DPR	-.368	-.422	-.287	.889	1.125
	Y3-Inves	-.088	.315	.205	.726	1.376
	X2-Profitab	-.683	-.733	-.664	.723	1.383
	X3-Str.Aset	-.262	.073	.045	.659	1.518
	X4-Size	-.190	-.064	-.040	.673	1.486

a. Dependent Variable: Y2-Fin.Lev

LAMPIRAN 5

HASIL REGRESI PERSAMAAN KETIGA

(INVESTASI)

Regression Persamaan 3
Y3=c0 + c1Y1 + c2Y2 + c3X2 + c4X4 + c5X5 + e1

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X5-Growth, Y1-DPR, X2-Profitab, X4-Size, Y2-Fin.Lev[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y3-Inves

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.697[a]	.486	.429	.10291480	2.046

a. Predictors: (Constant), X5-Growth, Y1-DPR, X2-Profitab, X4-Size, Y2-Fin.Lev

b. Dependent Variable: Y3-Inves

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.451	5	9.027E-02	8.523	.000[a]
	Residual	.477	45	1.059E-02		
	Total	.928	50			

a. Predictors: (Constant), X5-Growth, Y1-DPR, X2-Profitab, X4-Size, Y2-Fin.Lev

b. Dependent Variable: Y3-Inves

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.290	.175		-1.654	.105
	Y1-DPR	-.106	.153	-.086	-.689	.494
	Y2-Fin.Lev	.297	.112	.434	2.642	.011
	X2-Profitab	1.291	.313	.642	4.129	.000
	X4-Size	2.575E-02	.028	.104	.912	.367
	X5-Growth	.292	.077	.428	3.792	.000

Coefficients[a]

Model		Correlations			Collinearity Statistics	
		Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)					
	Y1-DPR	-.105	-.102	-.074	.741	1.349
	Y2-Fin.Lev	-.088	.366	.282	.422	2.370
	X2-Profitab	.450	.524	.441	.473	2.116
	X4-Size	.227	.135	.097	.879	1.137
	X5-Growth	.474	.492	.405	.895	1.117

a. Dependent Variable: Y3-Inves

LAMPIRAN 6

HASIL REGRESI *TWO STAGE LEAST SQUARES* PERSAMAAN PERTAMA *(DIVIDEND PAYOUT RATIO)*

Regression Persamaan 1 TSLS
Y1=ao + a1Y2* + a2Y3* + a3X1 + a4X2 + a5X4 + e1

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X4-Size, X2-Profitab, X1-Liquid, Y3*_Prediksi, Y2*_Prediksi[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y1-DPR

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.873[a]	.763	.736	5.6615E-02	2.214

a. Predictors: (Constant), X4-Size, X2-Profitab, X1-Liquid, Y3*_Prediksi, Y2*_Prediksi

b. Dependent Variable: Y1-DPR

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.463	5	9.263E-02	28.900	.000[a]
	Residual	.144	45	3.205E-03		
	Total	.607	50			

a. Predictors: (Constant), X4-Size, X2-Profitab, X1-Liquid, Y3*_Prediksi, Y2*_Prediksi

b. Dependent Variable: Y1-DPR

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.109	.143		7.730	.000
	Y2*_Prediksi	-1.298	.123	-1.846	-10.590	.000
	Y3*_Prediksi	.251	.135	.217	1.860	.069
	X1-Liquid	-1.137E-02	.010	-.103	-1.169	.249
	X2-Profitab	-2.702	.346	-1.660	-7.803	.000
	X4-Size	8.641E-04	.018	.004	.047	.963

Coefficients[a]

Model		Correlations			Collinearity Statistics	
		Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)					
	Y2*_Prediksi	-.468	-.845	-.769	.174	5.760
	Y3*_Prediksi	-.151	.267	.135	.389	2.574
	X1-Liquid	-.173	-.172	-.085	.684	1.462
	X2-Profitab	.052	-.758	-.567	.117	8.577
	X4-Size	.244	.007	.003	.634	1.578

a. Dependent Variable: Y1-DPR

LAMPIRAN 7

HASIL REGRESI *TWO STAGE LEAST SQUARES* PERSAMAAN KEDUA

(FINANCIAL LEVERAGE)

Regression Persamaan 2 TSLS
Y2=bo + b1Y1* + b2Y3* + b3X2 + b4X3 + b5X4 + e2

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X4-Size, X2-Profitab, Y1*_Prediksi, X3-Str.Aset, Y3*_Prediksi[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y2-Fin.Lev

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.957[a]	.916	.907	6.0805E-02	1.949

a. Predictors: (Constant), X4-Size, X2-Profitab, Y1*_Prediksi, X3-Str.Aset, Y3*_Prediksi

b. Dependent Variable: Y2-Fin.Lev

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.817	5	.363	98.299	.000[a]
	Residual	.166	45	3.697E-03		
	Total	1.984	50			

a. Predictors: (Constant), X4-Size, X2-Profitab, Y1*_Prediksi, X3-Str.Aset, Y3*_Prediksi

b. Dependent Variable: Y2-Fin.Lev

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.019	.104		9.782	.000
	Y1*_Prediksi	-2.319	.205	-.697	-11.289	.000
	Y3*_Prediksi	.284	.162	.136	1.754	.086
	X2-Profitab	-2.284	.198	-.776	-11.550	.000
	X3-Str.Aset	.226	.079	.157	2.861	.006
	X4-Size	5.345E-02	.024	.147	2.243	.030

Coefficients[a]

Model		Correlations			Collinearity Statistics	
		Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)					
	Y1*_Prediksi	-.677	-.860	-.487	.489	2.046
	Y3*_Prediksi	-.126	.253	.076	.312	3.207
	X2-Profitab	-.683	-.865	-.499	.413	2.424
	X3-Str.Aset	-.262	.392	.124	.623	1.606
	X4-Size	-.190	.317	.097	.431	2.320

a. Dependent Variable: Y2-Fin.Lev

LAMPIRAN 8

HASIL REGRESI *TWO STAGE LEAST SQUARES* PERSAMAAN KETIGA (INVESTASI)

Regression Persamaan 3 TSLS
Y3=c0 + c1Y1* + c2Y2* + c3X2 + c4X4 + c5X5 + e1

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X5-Growth, Y1*_Prediksi, X2-Profitab, X4-Size, Y2*_Prediksi[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y3-Inves

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.821[a]	.674	.638	8.1984E-02	2.183

a. Predictors: (Constant), X5-Growth, Y1*_Prediksi, X2-Profitab, X4-Size, Y2*_Prediksi

b. Dependent Variable: Y3-Inves

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.626	5	.125	18.613	.000[a]
	Residual	.302	45	6.721E-03		
	Total	.928	50			

a. Predictors: (Constant), X5-Growth, Y1*_Prediksi, X2-Profitab, X4-Size, Y2*_Prediksi

b. Dependent Variable: Y3-Inves

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.794	.189		-4.206	.000
	Y1*_Prediksi	-8.821E-02	.263	-.039	-.335	.739
	Y2*_Prediksi	.962	.183	1.107	5.249	.000
	X2-Profitab	2.635	.405	1.310	6.511	.000
	X4-Size	4.427E-02	.025	.179	1.807	.077
	X5-Growth	.231	061	.338	3.771	000

Coefficients[a]

Model		Correlations			Collinearity Statistics	
		Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)					
	Y1*_Prediksi	-.194	-.050	-.029	.542	1.845
	Y2*_Prediksi	-.112	.616	.447	.163	6.144
	X2-Profitab	.450	.696	.554	.179	5.587
	X4-Size	.227	.260	.154	.741	1.349
	X5-Growth	.474	.490	.321	.903	1.107

a. Dependent Variable: Y3-Inves

LAMPIRAN 9

STATISTIK DESKRIPTIF

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Y1-DPR	51	.098590	.545450	.33140098	.11021837
Y2-Fin.Lev	51	.066242	.769383	.37839507	.19917638
Y3-Inves	51	-.169328	.394243	.13923138	.13623335
X1-Liquid	51	.194145	4.646851	1.5900212	.99573142
X2-Profitab	51	.013563	.281869	.11401528	6.77170E-02
X3-Str.Aset	51	.009320	.663780	.19516498	.13820920
X4-Size	51	4.804814	7.175067	5.6981221	.54955219
X5-Growth	51	-.274192	.779303	.19861751	.19956662
Valid N (listwise)	51				