

**ANALISIS HUBUNGAN INTERDEPENDENSI
ANTARA *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, *FINANCIAL
LEVERAGE* DAN INVESTASI PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK JAKARTA
(Periode 2002-2004)**

SKRIPSI



ditulis oleh

Nama : Ajeng Anggraini
Nomor Mahasiswa : 03311415
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
YOGYAKARTA
2006**

**ANALISIS HUBUNGAN INTERDEPENDENSI
ANTARA *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, *FINANCIAL
LEVERAGE* DAN INVESTASI PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK JAKARTA
(Periode 2002-2004)**

SKRIPSI

disusun dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir
guna memperoleh gelar Sarjana Strata-1 di Program Studi Manajemen, Fakultas
Ekonomi, Universitas Islam Indonesia



ditulis oleh

Nama : Ajeng Anggraini
Nomor Mahasiswa : 03311415
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS EKONOMI
YOGYAKARTA
2006**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan orang lain 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. Apabila kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, saya sanggup menerima hukuman / sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, 10 Januari 2007

Penulis,

Ajeng Anggraini

**ANALISIS HUBUNGAN INTERDEPENDENSI
ANTARA *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, *FINANCIAL
LEVERAGE* DAN INVESTASI PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK JAKARTA
(Periode 2002-2004)**

Nama : Ajeng Anggraini
Nomor Mahasiswa : 03.311.415
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

Yogyakarta, 10 Januari 2007

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing,



Drs. H. Abdul Mo'in, MBA

Handwritten signature and text:
24/1/07
untuk
Ajeng

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

**Analisis Hubungan Interdependensi Antara Dividend Payout Ratio,
Financial Leverage dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang
Terdaftar di Bursa Efek Jakarta (Periode 2002-2004)**

Disusun Oleh: **AJENG ANGGRAINI**
Nomor mahasiswa: 03311415

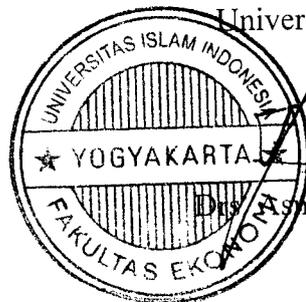
Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada tanggal : 13 Februari 2007

Penguji/Pemb. Skripsi : Drs. Abdul Mo'in, MBA

Penguji : Drs. Nur Fatah, MBA



Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



Drs. Asmai Ishak, M.Bus, Ph.D

PERSEMBAHAN

Kupersembahkan Karya Sederhana Ini Untuk...

*...Ayahanda dan Ibunda tercinta, semoga Allah SWT
diberi pahala, rahmat, karunia, dan limpahan
rahmat-Nya yang tidak henti-hentinya, sehingga
menyambut Allah SWT dan datangnya hari...*

*...Saudara-saudara yang saya cintai dan
sangat sayang, semoga Allah SWT berlimpahkan
rahmat-Nya yang tak terhitung dan berkesinambungan
kepada kalian, sehingga kalian dapat berprestasi
dalam kehidupan dunia dan akhirat, serta
mendapatkannya sebagai amal yang
bernilai...*

*...Saudara-saudara yang saya cintai dan
sangat sayang, semoga Allah SWT berlimpahkan
rahmat-Nya yang tak terhitung dan berkesinambungan
kepada kalian, sehingga kalian dapat berprestasi
dalam kehidupan dunia dan akhirat, serta
mendapatkannya sebagai amal yang
bernilai...*

*...Saudara-saudara yang saya cintai dan
sangat sayang, semoga Allah SWT berlimpahkan
rahmat-Nya yang tak terhitung dan berkesinambungan
kepada kalian, sehingga kalian dapat berprestasi
dalam kehidupan dunia dan akhirat, serta
mendapatkannya sebagai amal yang
bernilai...*

MOTTO

Nabi Muhammad ﷺ bersabda :

“Allah azza wajalla berfirman : Aku dalam sangkaan hamba-Ku kepada-Ku dan Aku bersamanya jika ia mengingat-Ku. Maka, jika ia mengingat-Ku pada dirinya, Aku akan mengingatnya pada diriku. Dan jika ia mendekati pada-Ku sejangkal, maka Aku akan mendekati padanya sehasta, dan jika ia mendekati pada-Ku sehasta, maka Aku akan mendekati padanya sedepa, dan jika ia datang pada-Ku dengan berjalan, maka Aku akan mendatangnya cepat-cepat.”

(HR. Bukhari)

“Manusia yang paling lemah adalah manusia yang tidak mampu mencari teman. Dan yang lebih lemah lagi adalah yang mengiyakan orang yang telah menjadi temannya.”

(Ali bin Abi Thalib)

“Wahai orang-orang yang beriman, mohonlah pertolongan kepada Allah dengan sabar dan shalat. Sesungguhnya Allah bersama orang-orang yang sabar.”

(Q.S. Al Baqarah : 153)

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr.Wb

Segala puji penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas segala rahmat, taufik, dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Analisis Hubungan Interdependensi antara *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage* dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta (Periode 2002-2004)”. Penyusunan tugas akhir ini adalah sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh gelar Sarjana Strata-1 Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa penulisan skripsi ini tidak dapat selesai tanpa adanya bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini dengan segala kerendahan hati penulis menyampaikan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada :

1. Allah SWT yang senantiasa mendengar dan mengabulkan setiap pinta, atas segala pertolongan dan perlindungan-Nya, dan senantiasa menunjukkan jalan terindah bagi penulis.
2. Bapak Drs. Asmai Ishak, M.Bus, Ph.D., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.
3. Bapak Drs. H. Abdul Mo'in, MBA, selaku dosen pembimbing skripsi yang telah bersedia menyediakan waktu bagi penulis untuk mendapatkan petunjuk, arahan dan bimbingan dalam proses penyusunan skripsi ini, sehingga skripsi ini dapat diselesaikan.

4. Seluruh dosen dan karyawan di lingkungan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, atas segala jasa-jasa, ilmu dan pengalamannya.
5. Ayahanda dan Ibunda tercinta yang telah mencurahkan kasih sayangnya serta selalu mendoakan dan memberikan dukungan, baik moril maupun materiil kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini.
"Beb.. Mah.. Ini untuk kalian.."
6. Adikku "Noormalita Irviana" yang telah menyertaiku dalam tawa dan tangis, memberiku semangat dan do'a. *"Yayang, kamu makhluk paling menggemaskan sepanjang sejarah hidupku.."*
7. Mas Erwan (my inspiring man). *"Abah... U're one in a million.. U really make me discover one of the stars above us.."*
8. Budhe Netty, Pakdhe, Mas Krisna, Mba Dessy dan Mas Erik, tempatku menemukan keluarga baru. *"Aku sayang kalian.."*
9. Mala dan keluarga (Ibuk, Mba Arie, Mba Etna). *"Can't say anything.. U are Priceless... All of u..."*
10. Sahabat-sahabat terhebatku di SMU 3 Yogyakarta Padmanaba (Mala, Erita, Reni, Anis, Tafa, dll.). *"I'm proud having u in my life..."*
11. My best soulmate , Annisa. *"Nduk.. Finally I found bestfriend like u.. Kita bagaikan Dora dan tas ranselnya...Nuwun ya Nduk.."*
12. Sahabat-sahabat termanisku di FE UII : Fanny (*U're amazing..*); Gusti (*Cin.. I've learned many things from u..*); Melly, Shinta, Della, Ima, Siti, Wiwied, Lia, Ulfa, Lita, dll (*True friends I ever had..*). Terimakasih atas

semangat, bantuan, dukungan, persahabatan dan kebersamaan kita.

“Pokoknya, kalian termmmmuach di hatiku...!!”

13. Mba Mia, Mba Anyes dan Mas Didit yang telah mengajarku arti kedewasaan, persaudaraan dan cinta. *“Even kita nggak sedarah, kalian adalah kakak-kakakku yang termanis. Thanks for your love and care...”*.

14. Teman-teman kuliah, teman-teman satu bimbingan, dan semua pihak yang tidak bisa penulis sebutkan satu persatu yang juga telah membantu penulis menyelesaikan penelitian ini.

Semoga Allah SWT senantiasa memberikan pahala yang berlimpah atas budi baik mereka. Penulis menyadari sepenuhnya bahwa masih banyak kekurangan dalam penyusunan skripsi ini. Oleh sebab itu penulis mengharapkan segala macam kritik dan saran serta penyempurnaan, sehingga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb.

Yogyakarta, 10 Januari 2007

Penulis,

Ajeng Anggraini

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji keterkaitan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage*, dan kesempatan investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *dividend payout ratio* terhadap jumlah hutang yang dimiliki oleh perusahaan (*financial leverage*) dan kesempatan investasinya. Penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui pengaruh *financial leverage* terhadap *dividend payout ratio* dan investasi suatu perusahaan. Selain itu juga untuk mengetahui pengaruh kesempatan investasi terhadap *dividend payout ratio* dan jumlah hutang perusahaan (*financial leverage*).

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *dividend payout ratio* (Y1), *financial leverage* (Y2) dan investasi (Y3). 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* dan investasi. Persamaan kedua yaitu *financial leverage* yang merupakan fungsi dari *dividend payout ratio* dan investasi. Sedangkan persamaan ketiga yaitu investasi perusahaan yang merupakan fungsi dari *dividend payout ratio* dan *financial leverage*. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *ordinary least square* (OLS) dengan program *SPSS for Windows Release 13.00*.

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Sampul Depan Skripsi.....	i
Halaman Judul	ii
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	iii
Halaman Pengesahan Skripsi.....	iv
Halaman Pengesahan Ujian Skripsi.....	v
Halaman Persembahan.....	vi
Motto.....	vii
Abstrak.....	viii
Kata Pengantar.....	ix
Daftar Isi.....	xii
Daftar Tabel.....	xvi
Daftar Lampiran	xvii
BABI PENDAHULUAN.....	1
1.1 . Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 . Rumusan Masalah.....	7
1.3 . Tujuan Penelitian.....	8
1.4 . Manfaat Penelitian.....	8
1.5 . Batasan Penelitian.....	9
1.6 . Sistematika Penulisan.....	9

BAB II KAJIAN PUSTAKA	11
2.1. Hasil Penelitian Terdahulu.....	11
2.2. Landasan Teori.....	15
2.2.1. Definisi Deviden.....	15
2.2.2. Pengertian Kebijakan Deviden.....	17
2.2.3. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen.....	21
2.2.4. Berbagai Macam Alternatif dalam Pembayaran Dividen.....	24
2.2.5. Kebijakan Hutang (Struktur Modal).....	25
2.2.6. Teori Keagenan.....	32
2.3. Kerangka Teoritis.....	37
2.3.1. Hubungan antara <i>Dividend Payout Ratio</i> dan <i>Financial Leverage</i>	37
2.3.2. Hubungan antara <i>Dividend Payout Ratio</i> dan Investasi.....	38
2.3.3. Hubungan antara <i>Financial Leverage</i> dan Investasi.....	40
2.4. Formulasi Hipotesis.....	41
2.4.1. Perumusan Hipotesis <i>Dividend Payout Ratio</i>	41
2.4.2. Perumusan Hipotesis <i>Financial Leverage</i>	44
2.4.3. Perumusan Hipotesis Investasi.....	56
 BAB III METODE PENELITIAN.....	 48
3.1. Populasi dan Sampel Penelitian.....	48
3.2. Jenis dan Pengumpulan Data.....	49
3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	49

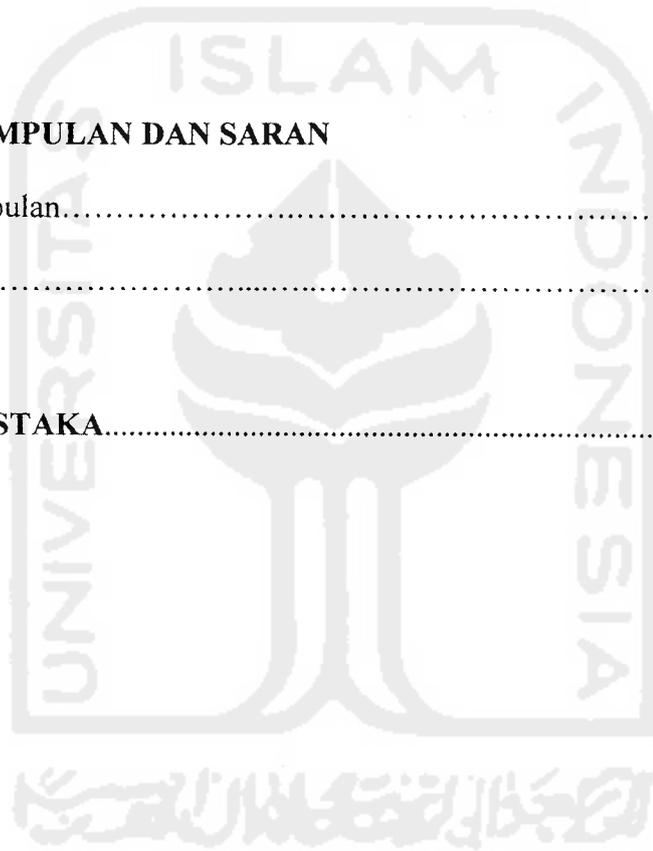
3.3.1. <i>Dividend Payout Ratio</i> (Y1).....	50
3.3.2. <i>Financial Leverage</i> (Y2).....	50
3.3.3. Investasi Perusahaan (Y3).....	51
3.4. Perumusan Model Penelitian.....	52
3.5. Prosedur Estimasi.....	53
3.5.1. Alat Analisis.....	53
3.6. Pengujian Hipotesis.....	54
BAB IV ANALISIS DATA	56
4.1. Pengantar Analisis	56
4.2. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda Metode OLS Model 1.....	59
4.3. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda Metode OLS Model 2.....	61
4.4. Hasil Analisis Regresi Linear Berganda Metode OLS Model 3.....	63
4.5. Pengujian Hipotesis Model 1	65
4.5.1. Pengujian Hipotesis Pengaruh <i>Financial Leverage</i> terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	65
4.5.2. Pengujian Hipotesis Pengaruh Investasi terhadap <i>Dividend Payout</i> <i>Ratio</i>	65
4.6. Pengujian Hipotesis Model 2	66
4.6.1. Pengujian Hipotesis Pengaruh <i>Dividend Payout Ratio</i> terhadap <i>Financial Leverage</i>	66
4.6.2. Pengujian Hipotesis Pengaruh Investasi terhadap <i>Financial</i> <i>Leverage</i>	66

4.7. Pengujian Hipotesis Model 3	67
4.7.1. Pengujian Hipotesis Pengaruh <i>Dividend Payout Ratio</i> terhadap Investasi.....	67
4.7.2. Pengujian Hipotesis Pengaruh <i>Financial Leverage</i> terhadap Investasi.....	67
4.8. Pembahasan	68

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan.....	72
5.2 Saran.....	73

DAFTAR PUSTAKA.....	75
----------------------------	-----------



DAFTAR TABEL

4.1.1. Rata-rata <i>Dividend Payout Ratio</i> Tahun 2002-2004.....	57
4.1.2. Rata-rata <i>Financial Leverage</i> Tahun 2002-2004.....	58
4.1.3. Rata-rata Investasi Tahun 2002-2004.....	59
4.2. Hasil Regresi Linear Berganda Metode OLS Model 1.....	60
4.3. Hasil Regresi Linear Berganda Metode OLS Model 2.....	62
4.4. Hasil Regresi Linear Berganda Metode OLS Model 3.....	64



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
I. Data Penelitian.....	77
II. Hasil Regresi OLS Model 1.....	78
III. Hasil Regresi OLS Model 2.....	79
IV. Hasil Regresi OLS Model 3.....	80



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan tempat bertemunya antara pihak yang memerlukan modal dengan pemilik modal baik perorangan maupun kelompok. Pasar modal bagi emiten berfungsi sebagai sarana untuk memperoleh dana dari masyarakat untuk pendanaan investasinya. Syarat utama yang diinginkan oleh para investor untuk bersedia menyalurkan dananya melalui pasar modal adalah perasaan aman atas investasinya. Perasaan aman ini timbul karena para investor memperoleh informasi yang benar, lengkap dan tepat waktu, sehingga memungkinkan investor untuk mengambil keputusan secara rasional. Salah satu faktor yang melandasi pembuatan keputusan investasi oleh investor yang rasional adalah tingkat resiko. Seperti dikutip dari Budiarto dan Baridwan (1999) dalam Dian A.P dan Banu Witono (2004) yang menyatakan bahwa dalam usaha untuk mengurangi resiko yang dihadapi, investor akan mendasarkan keputusannya dalam bertransaksi di pasar modal pada berbagai informasi yang dimilikinya, baik informasi yang tersedia di pabrik maupun pribadi.

Pada dasarnya tujuan orang melakukan investasi adalah untuk menghasilkan sejumlah uang. Beberapa alasan orang melakukan investasi antara lain adalah untuk (Wahyu Wiyani dan Andi Wijayanto, 2005) : (1) mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa datang. Seseorang yang

bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa yang akan datang; (2) mengurangi tekanan inflasi. Dengan melakukan investasi dalam pemilihan perusahaan atau proyek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari resiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi; (3) dorongan untuk menghemat pajak. Beberapa di dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

Proses keputusan investasi merupakan proses keputusan yang berkesinambungan. Proses keputusan investasi terdiri dari lima tahap keputusan yang berjalan terus menerus sampai tercapai keputusan investasi yang baik. Tahap-tahap keputusan investasi meliputi lima tahap keputusan, yaitu tahap penentuan tujuan investasi, penentuan kebijakan investasi, pemilihan strategi portofolio, pemilihan asset, dan pengukuran serta evaluasi kinerja portofolio.

Tahap pertama dalam proses keputusan investasi adalah menentukan tujuan investasi yang akan dilakukan. Investasi masing-masing investor bisa berbeda-beda tergantung pada investor yang membuat keputusan tersebut.

Tahap kedua proses keputusan investasi adalah penentuan kebijakan investasi. Tahap kedua ini merupakan tahap penentuan kebijakan untuk memenuhi kebutuhan investasi yang telah ditetapkan. Tahap ini dimulai

dengan penentuan keputusan alokasi asset. Keputusan ini menyangkut pendistribusian dana yang dimiliki pada berbagai kelas-kelas asset yang tersedia (saham, obligasi, *real estate* ataupun sekuritas luar negeri.). Investor juga harus memperhatikan berbagai batasan yang mempengaruhi kebijakan investasi seperti seberapa besar dana yang dimiliki dan porsi pendistribusian dana tersebut serta beban pajak dan pelaporan yang harus ditanggung.

Tahap ke tiga proses keputusan investasi adalah pemilihan strategi portofolio. Strategi portofolio yang dipilih harus konsisten dengan dua tahap sebelumnya. Ada dua strategi portofolio yang bisa dipilih, yaitu strategi portofolio aktif dan strategi portofolio pasif. Strategi portofolio aktif meliputi kegiatan penggunaan informasi yang tersedia dan teknik-teknik peramalan secara aktif untuk mencari kombinasi portofolio yang lebih baik. Strategi portofolio pasif meliputi aktivitas investasi pada portofolio yang seiring dengan kinerja indeks pasar. Asumsi strategi pasif ini adalah bahwa semua informasi yang tersedia akan diserap pasar dan direfleksikan pada harga saham.

Tahap ke empat proses keputusan investasi adalah pemilihan asset. Setelah strategi portofolio ditentukan, tahap selanjutnya adalah pemilihan asset-asset yang akan dimasukkan dalam portofolio. Tahap ini memerlukan pengevaluasian setiap sekuritas yang ingin dimasukkan dalam portofolio. Tujuan tahap ini adalah untuk mencari kombinasi portofolio yang efisien, yaitu portofolio yang menawarkan *return* diharapkan yang tertinggi dengan

tingkat resiko tertentu atau sebaliknya, menawarkan *return* diharapkan tertentu dengan tingkat resiko terendah.

Tahap ke lima proses keputusan investasi adalah pengukuran dan evaluasi kinerja portofolio. Tahap pengukuran evaluasi kinerja ini meliputi pengukuran kinerja portofolio dan pembandingan benchmarking. Proses *benchmarking* ini biasanya dilakukan terhadap indeks portofolio pasar, untuk mengetahui seberapa baik kinerja portofolio yang telah ditentukan dibanding kinerja portofolio lainnya (portofolio pasar).

Investor menginvestasikan dana bertujuan memaksimalkan kekayaannya yang didapat dari dividen ataupun *capital gain*. Dividen adalah proporsi laba atau keuntungan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimilikinya. Sedangkan *capital gain* adalah selisih antara nilai jual dengan nilai beli saham bila investor menjual saham tersebut (Dian Agustin P. dan Banu W., 2004). Seorang investor dalam menentukan saham yang akan dibeli atau dijual akan mempertimbangkan informasi yang tersedia. Informasi ini berguna sebagai pertimbangan untuk menentukan tingkat keuntungan beserta resiko saham yang dibeli atau dijual. Kuntorowati dan Agustanto (2000) dalam Dian Agustin P. dan Banu W. (2004) menyebutkan bahwa salah satu informasi yang ada dan tersedia di pasar adalah pengumuman deviden. Bentuk deviden ada dua macam, yaitu (1) dividen bentuk kas atau tunai, (2) dividen bentuk saham. Dividen kas lebih sering dibagikan kepada pemegang saham sekali dalam setahun.

Sedangkan keputusan-keputusan penting dalam bidang keuangan pada prinsipnya menyangkut tiga hal, yaitu keputusan pemenuhan kebutuhan dana (*financing decision*), keputusan investasi (*investment decision*) dan keputusan menyangkut pendistribusian keuntungan dalam bentuk dividen (*dividend policy*) kepada para pemegang saham (Van Horne, 1995) dalam Wahyuningsih (2001). Ide dasarnya adalah bagaimana mendapatkan modal dan kemudian menginvestasikannya pada produk atau jasa untuk mendapatkan hasil (*return*). Dengan demikian ketiga keputusan ini saling seharusnya terintegrasi satu dengan yang lainnya untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu menciptakan nilai perusahaan secara optimal.

Modigliani dan Miller (1958,1963) dalam Wahyuningsih (2001) menyatakan bahwa dalam pasar persaingan sempurna, keputusan investasi yang optimal tidak dipengaruhi oleh bagaimana investasi tersebut dibelanjai. Selanjutnya, Modigliani dan Miller (1961) juga menyatakan bahwa keputusan investasi tidak dipengaruhi oleh keputusan dividen, masih dalam asumsi pasar persaingan sempurna. Dari dua penelitiannya itu, dapat disimpulkan bahwa menurut Modigliani dan Miller keputusan investasi tidak bergantung kepada keputusan finansial dan keputusan dividen, seperti dikutip dari Mougoue & Mukherjee (1994) dalam Wahyuningsih (2001).

Wahyuningsih (2001) sendiri menyimpulkan dalam sebuah penelitiannya mengenai analisis hubungan interdependensi antara keputusan investasi hutang dan dividen perusahaan-perusahaan properti yang *go public* di BEJ yang kesimpulannya salah satunya adalah hubungan keterkaitan yang

terjadi antara keputusan investasi dan keputusan dividen adalah negatif dan terjadi secara dua arah (*bidirectional*). Hal ini menunjukkan adanya kecenderungan perusahaan untuk membiayai investasi yang dilakukan dengan menggunakan sebagian dari laba ditahannya, sehingga dengan demikian mengurangi jumlah dividen yang akan dibaginya.

Untuk meningkatkan nilai perusahaan maka disamping membuat kebijakan dividen, perusahaan pun dituntut untuk tumbuh. Pertumbuhan dapat diwujudkan dengan menggunakan kesempatan investasi sebaik-baiknya. Investasi berhubungan dengan pendanaan dan apabila investasi sebagian besar didanai *internal equity* maka akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan. Semakin besar investasi, semakin berkurang dividen yang dibagikan. Dan apabila dana *internal equity* kurang mencukupi dari dana yang dibutuhkan untuk investasi maka bisa dipenuhi dari eksternal, khususnya dari hutang. Perusahaan yang cenderung menggunakan sumber dana eksternal untuk mendanai tambahan investasi akan membagikan deviden yang lebih besar, Yuniningsih (2002) mengutip dari Surasni (1998) . Untuk itulah, manajer harus dapat menentukan kebijakan dividen yang memberikan keuntungan kepada investor, di sisi lain harus menjalankan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang diharapkan.

Riyanto (1977) dan Dermawan (1997) dalam Yuniningsih (2002), menyatakan bahwa perusahaan dalam membuat keputusan pembagian dividen harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Laba sebaiknya tidak dibagikan sebagai dividen seluruhnya dan sebagian

harus disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Karena kebijakan dividen terdapat dua pihak berkepentingan yang saling bertentangan, yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividen dan kepentingan perusahaan dengan *retained earning* untuk investasi, disamping kepentingan *bondholders* yang juga mempengaruhi besarnya dividen kas yang dibagikan.

Pembagian dividen sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku investor yang lebih memilih dividen tinggi yang mengakibatkan *retained earning* menjadi rendah. Investor beranggapan bahwa dividen yang diterima saat ini lebih berharga dibandingkan *capital gain* yang diperoleh di kemudian hari, Blume (1980) dalam Yuniningsih (2002).

Berdasarkan uraian diatas, maka penulis tertarik untuk meneliti dengan judul “Analisis Hubungan Interdependensi antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta”.

1.2 Rumusan Masalah

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 *financial leverage* mempunyai pengaruh terhadap *dividend payout ratio* dan tersedianya dana investasi?

3. Apakah pengeluaran investasi mempunyai pengaruh terhadap *dividend payout ratio* dan jumlah hutang perusahaan (*financial leverage*)?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Menguji secara empiris pengaruh *dividend payout ratio* terhadap *financial leverage* dan juga terhadap tersedianya dana investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 2002-2004.
2. Menguji secara empiris pengaruh *financial leverage* terhadap *dividend payout ratio* dan juga terhadap tersedianya dana investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 2002-2004.
3. Menguji secara empiris pengaruh pengeluaran investasi terhadap *dividend payout ratio* dan juga terhadap *financial leverage* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 2002-2004.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Memberikan informasi & bukti empiris mengenai keterkaitan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ selama periode 2002-2004, serta dapat digunakan sebagai bahan acuan untuk penelitian analisis berikutnya.

2. Sebagai bahan pertimbangan bagi para investor dan calon investor dalam hal pengambilan keputusan untuk menentukan alternatif pendanaan dan investasi yang tepat.

1.5 Batasan Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dari tahun 2002 sampai 2004 dan memiliki laporan keuangan secara lengkap serta dipublikasikan dalam *Indonesian Capital Market Directory*.

1.6 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. Hasil Penelitian Terdahulu

- a. Penelitian yang dilakukan oleh Adedeji (1998) dalam Yuniningsih (2002) yang menguji interaksi antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi dengan mengambil sampel sebanyak 224 perusahaan di Inggris dari tahun 1993-1996. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* memiliki interaksi negatif dengan investasi dan interaksi yang diharapkan berhubungan positif dengan *financial leverage*. Disamping itu, hasil dari penelitian ini juga menunjukkan bahwa tidak ada interaksi signifikan antara *financial leverage* dengan investasi. Meskipun investasi mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*, *financial leverage* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap investasi. Teknik pengujian yang digunakan Adedeji adalah *the three stage least squares regression technique (3SLS)*.
- b. Penelitian yang dilakukan oleh Yuniningsih (2002) yang menemukan bahwa antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi terdapat hubungan interdependensi/kausalitas. Hal tersebut terbukti *dividend payout ratio* tidak mempunyai pengaruh terhadap *financial leverage* dan sebaliknya, *financial leverage* tidak mempunyai pengaruh terhadap *dividend payout ratio* meskipun sama-sama mempunyai koefisien yang positif sesuai dengan arah hubungan yang diharapkan.

Dividend payout ratio mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi dan sebaliknya, investasi mempunyai pengaruh negatif terhadap dividend payout ratio. Financial leverage mempunyai pengaruh positif terhadap investasi dan sebaliknya, investasi mempunyai pengaruh positif terhadap financial leverage. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdapat di Jakarta Stock Exchange tahun 1992-1995.

- c. Penelitian Mbodja Mougoue & Tarun K. Mukherjee (1994) dalam Wahyuningsih (2001), menggunakan sampel sebanyak 100 perusahaan manufaktur di Amerika Serikat yang dipilih secara random, menemukan bukti atas interdependensi antara keputusan investasi, pembelanjaan dan keputusan dividen sebagaimana telah ditulis sebelumnya. Model yang digunakan disini adalah uji kausalitas dengan VAR technique atau 'vector autoregressive modeling technique' yaitu gabungan antara uji kausalitas 'Granger causality' dengan 'final prediction error' dengan tiga variabel dependen.

Hasil pengujian empirisnya menunjukkan bahwa hubungan kausalitas antara perubahan dividen dan perubahan investasi adalah dua arah, negatif dan signifikan secara statistik. Selanjutnya, hubungan kausalitas antara perubahan hutang dan perubahan investasi adalah dua arah, positif dan signifikan secara statistik. Sedangkan hubungan kausalitas antara perubahan dividen dan hutang ini kemungkinan dikarenakan perusahaan menggunakan pembelanjaan hutang dibandingkan menahan sebagian

labanya, sehingga keuntungan yang akan dibagikan sebagai dividen dapat ditingkatkan.

d. Penelitian yang dilakukan oleh George M. Mc Cabe (1979) dalam Wahyuningsih (2001) yang meneliti tentang kebijakan dividen dalam hubungannya dengan keputusan-keputusan investasi serta pembelanjaan, juga mengatakan bahwa ketiga keputusan tersebut tergantung satu dengan yang lainnya sehingga akan lebih baik jika dipelajari dalam konteks persamaan simultan. Mc Cabe memakai data dari 112 perusahaan dari tahun 1966-1973. Dengan menggunakan OLS (ordinary least square) diperoleh kesimpulan bahwa pengaruh investasi terhadap dividen adalah negatif dengan tingkat signifikansi yang tinggi. Variabel 'current new debt' mempunyai hubungan yang positif terhadap dividen dan signifikan, sedang 'lagged new debt' cenderung mempunyai hubungan yang negatif dan secara umum tidak signifikan. Variabel laba plus depresiasi juga mempunyai hubungan yang positif terhadap dividen dengan tingkat signifikansi yang tinggi, variabel profit rate mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan dalam beberapa tahun penelitian, variabel listing hampir selalu positif dan signifikan yang mengindikasikan bahwa perusahaan yang listing di NYSE cenderung membayarkan dividen lebih tinggi daripada perusahaan yang listed di AMEX. Variabel BETA mempunyai hubungan yang negatif tetapi tidak pernah signifikan. Secara keseluruhan dari hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa keputusan dividen dibuat secara sistematis dengan

mempertimbangkan kebutuhan dana (untuk investasi) dan sumber dananya (laba dan hutang baru).

e. Penelitian yang dilakukan oleh Iwan Ridwan I. (1994) dalam Wahyuningsih (2001) yang merupakan penelitian terkini tentang hubungan keputusan-keputusan investasi, hutang dan dividen memperoleh kesimpulan tentang pola hubungan yang terjadi pada perusahaan-perusahaan go-public di Bursa Efek Jakarta berbeda dengan pola hubungan yang terjadi pada perusahaan-perusahaan di Amerika. Pola hubungan sebab akibat yang dihasilkan dari analisis dengan menggunakan paket program TSP versi 6.54 dengan perintah VAREST menunjukkan pola yang kurang konsisten (acak), yaitu sebagai berikut :

- Variabel bebas hutang mempunyai pengaruh secara positif (searah) terhadap variabel tidak bebas investasi dan berpengaruh secara negatif (tidak searah) terhadap variabel tidak bebas dividen.
- Variabel bebas investasi mempunyai pola pengaruh secara positif terhadap variabel tidak bebas dividen dan berpengaruh secara negatif terhadap variabel hutang.
- Variabel bebas dividen mempunyai kecenderungan pola hubungan positif terhadap variabel tidak bebas hutang dan pengaruh hubungan negatif terhadap variabel tidak bebas investasi.

Pola yang kurang konsisten (acak) yang dihasilkan oleh penelitian ini kemungkinan disebabkan terbatasnya jumlah data yang diproses, sementara analisis dengan menggunakan lag akan optimal jika digunakan

data dengan rentang waktu yang cukup lama sehingga set data yang diperlukan akan memadai.

- f. Penelitian yang dilakukan oleh Baksin (1989) dan Adedeji (1998) dalam Hermeindito Kaaro (2003) yang menemukan bahwa deviden sebagai proksi pecking order theory berdampak positif dan signifikan terhadap leverage perusahaan. Hasil studi Baksin dan Adedeji lebih tepat dipandang sebagai anomali atau kontradiktif daripada menjelaskan pecking order theory.
- g. Penelitian yang dilakukan oleh Allen (1993) dalam Adedeji (1998) dalam Wibowo dan Erkaningrum (2002) menunjukkan bahwa deviden berpengaruh negatif terhadap leverage. Berdasarkan hasil studi yang tidak konsisten menunjukkan bahwa pengaruh signifikan deviden terhadap leverage lebih bersifat semu (spurious) dan suatu kebetulan.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Definisi Dividen

Baridwan (1996) dalam Dian A.P. dan Banu W. (2004) menjelaskan bahwa dividen adalah proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham perusahaan dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah lembar yang dimilikinya. Nilai dan waktu pembayaran dividen ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan nilai yang dibagikan dapat berkisar antara nol hingga sebesar laba bersih tahun berjalan atau tahun lalu.

Ada beberapa jenis dividen, yaitu :

- **Dividen kas**

Dividen yang paling umum dibagikan perusahaan adalah bentuk kas. Yang perlu diperhatikan oleh pimpinan perusahaan sebelum membuat pengumuman adanya dividen kas adalah apakah jumlah kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen tersebut.

- **Dividen aktiva selain kas (*property dividend*)**

Kadang-kadang dividen dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas, dividen dalam bentuk ini disebut *property dividend*. Aktiva yang dibagikan bisa berbentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan, barang dagang atau aktiva-aktiva lain.

- **Dividen hutang (*scrip dividend*)**

Dividen hutang timbul apabila laba tidak dibagi saldonya, mencukupi untuk pembagian dividen, tetapi saldo kasnya tidak cukup sehingga pimpinan perusahaan akan mengeluarkan *scrip dividend* yaitu janji tertulis untuk membayar jumlah tertentu di waktu yang akan datang. *Scrip dividend* ini mungkin berbunga mungkin tidak.

- **Dividen likuidasi**

Dividen likuidasi adalah dividen yang sebagian merupakan pengembalian modal. Apabila perusahaan membagi dividen likuidasi, maka para pemegang saham harus diberitahu mengenai berapa jumlah pembagian laba, dan berapa yang merupakan pengembalian modal sehingga para pemegang saham bisa mengurangi investasinya.

- **Dividen saham**

Dividen saham adalah pembagian tambahan saham tanpa dipungut pembayaran kepada pemegang saham, sebanding dengan saham-saham yang dimilikinya. Dividen saham dapat berupa saham yang jenisnya sama maupun yang jenisnya berbeda.

2.2.2. Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Sartono, 1995 : 365 dalam Dian Agustin Puspitasari & Banu Witono, 2004). Dengan demikian, kebijakan dividen yang optimal merupakan kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga suatu perusahaan (Weston dan Brigham, 1990 dalam Dian Agustin Puspitasari & Banu Witono, 2004).

Ada beberapa teori mengenai kebijakan dividen, yaitu :

- ***Dividend Irrelevance Theory***

Teori yang dianjurkan oleh Modigliani-Miller (MM) ini menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh, baik terhadap harga saham maupun biaya modalnya atau dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen sebenarnya tidak relevan. Menurut Weston dan Brigham (1990) dalam Dian Agustin Puspitasari & Banu Witono

(2004), nilai suatu perusahaan hanya tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada keputusan untuk membagi pendapatan tersebut dalam bentuk dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan. Berbagai asumsi untuk mendukung teori ketidakrelevanan dividen yang digunakan oleh MM adalah sebagai berikut :

- 1) Tidak terdapat pajak pendapatan perorangan atau perusahaan.
- 2) Tidak terdapat biaya emisi atau jual beli saham.
- 3) *Financial leverage* tidak mempunyai pengaruh terhadap biaya modal perusahaan.
- 4) Para investor dan manajer perusahaan memiliki informasi tentang prospek perusahaan di masa datang.
- 5) Distribusi pendapatan antara dividen dan laba ditahan tidak mempunyai pengaruh.
- 6) Kebijakan penganggaran modal perusahaan tidak tergantung pada kebijakan dividennya.

- ***Bird in the Hand Theory***

Teori yang dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Linther ini menyanggah asumsi ke lima dari teori ketidakrelevanan dividen yaitu bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat *return* saham yang diisyaratkan oleh investor yang dinotasikan *ks*. Gordon dan Linther berpendapat bahwa *ks* akan meningkat jika pembagian dividen dikurangi, karena investor merasa lebih yakin terhadap

penerimaan pembiayaan dividen daripada *capital gain* yang akan dihasilkan dari laba ditahan (Weston dan Brigham, 1990 dalam Dian Agustin Puspitasari & Banu Witono, 2004). Mereka menyatakan bahwa investor menilai uang yang akan diharapkan dari dividen jauh lebih berharga daripada uang yang diharapkan dari kenaikan *capital gain* karena komponen hasil dividen (DI/PO) lebih kecil risikonya daripada komponen pertumbuhan (g) pada persamaan total laba yang

$$\text{diharapkan oleh investor, } ks = \frac{DI}{Po + 8}$$

Modigliani dan Miller tidak setuju dengan pernyataan tersebut dan mereka menyatakan bahwa ks tidak tergantung pada kebijakan dividen. Oleh karena itu investor *indifferent* antara DI + Po dan 8, juga antara dividen dan *capital gain*. Menurut MM sebagian investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka ke dalam perusahaan yang bersangkutan atau perusahaan sejenis, dan tingkat resiko pendapatan investor di masa depan tidak ditentukan oleh kebijakan dividen melainkan ditentukan oleh resiko investasi dihadapan perusahaan.

- ***Tax Differential Theory***

Tax differential theory menyatakan jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang akan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya, jika *capital gain* dikenakan pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan dividen akan

berkurang (Sartono, 1995 dalam Dian Agustin Puspitasari & Banu Witono, 2004). Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan pajak atas dividen, karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen. Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak *capital gain* dan pajak dividen. Kemudian dividen cenderung dikenakan pajak lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham daripada *dividend yield* yang tinggi, sehingga disarankan agar perusahaan lebih baik menentukan *dividend payout ratio* yang lebih rendah atau bahkan tidak membagikan sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

- **Teori *Signaling Hypotesis***

Jika pada teori kebijaksanaan dividen tidak relevan menyatakan bahwa baik investor maupun manajer memiliki penilaian yang sama terhadap perusahaan, akan tetapi kenyataannya manajer cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan investor. Akibatnya investor menilai bahwa *capital gain* lebih beresiko dibandingkan dengan dividen. Sedangkan teori kebijaksanaan ini menyatakan bahwa kenaikan dividen

merupakan suatu sinyal bagi investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang lebih baik. Sebaliknya, penurunan dividen diyakini oleh investor sebagai sinyal prospek perusahaan menurun atau perusahaan mungkin akan mengalami kerugian di waktu mendatang.

- **Teori *Clintele Effect***

Teori ini menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijaksanaan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu dividend payout yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang pada saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan. Jika ada perbedaan pajak bagi individu maka kelompok pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai capital gain karena dapat menunda pembiayaan pajak. Kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang lebih besar.

2.2.3. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan antara lain sebagai berikut (Riyanto, 1997) dalam Esti (2004):

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 diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa posisi likuiditas perusahaan yang makin kuat akan membuat *dividend payout ratio* semakin tinggi.

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 bagian 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 didalam 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. Kebutuhan tersebut dilakukan atas pertimbangan bahwa apabila ekspansi dibiayai dengan dana yang berasal dari hasil penjualan.

Saham baru akan melemahkan kontrol atau pengawasan dari kelompok dominan didalam perusahaan. Demikian juga apabila ekspansi dibiayai dengan utang maka akan memperbesar resiko finansial. Mempercayakan pada pembelanjaan intern dalam rangka untuk mempertahankan kontrol terhadap perusahaan berarti mengurangi *dividend payout ratio*.

2.2.4. 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 tiga macam alternatif dalam pembayaran dividen (Martin, Petty, Keown, Scott Sr, 1991) dalam Esti (2004) :

1. *Dividend Payout* yang Konstan

Dengan *dividend payout* yang konstan maka perusahaan menetapkan rasio yang tetap terhadap keuntungan. Berapapun keuntungan yang diperoleh persentasi 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 daripada periode sebelumnya maka dividen yang dibayarkan akan turun. Dapat disimpulkan bahwa kebutuhan 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 jumlah 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 mengestimasi dividen dan menjadi ragu-ragu untuk menanamkan dananya.

2.2.5. Kebijakan Hutang (Struktur Modal)

Wijaya (2001) dalam Esti (2004) menjelaskan bahwa manajer harus mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang

dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Masing-masing sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik finansial yang berbeda. Sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan didapat dari *retained earning* dan depresiasi. Sumber dana eksternal dibedakan menjadi 2 kategori, yaitu pembelanjaan dengan hutang (*debt financing*) dan pembelanjaan sendiri (*external equity*). Bauran penggunaan modal sendiri (baik berupa saham biasa maupun saham preferen) dan hutang untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan.

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.

Sutiyanti (1997) dalam Esti (2004) 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 saham 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 didalam perusahaan.

Pemenuhan kebutuhan dana berasal 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 kebutuhan dividen konstan dan perubahan struktur modalnya tidak merubah nilai perusahaan berarti tidak ada struktur modal 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 memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham adalah struktur modal yang terbaik.

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

- ***Tradeoff Theory***

Dalam model ini, *leverage* dan target dividen dipengaruhi beragam faktor. *Potential bankruptcy cost*, mendorong perusahaan menjauhi target *leverage*. Sedang *agency cost free cash flow* mendorong perusahaan mendekati target *leverage*.

Model *tradeoff 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. (Magginson (1997) dalam Esti (2004). Model ini merupakan pengembangan dari teori Modigliani dan 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 dalam Esti, 2004). Akan tetapi mereka merevisi kembali pendapat tersebut dengan hasil temuan mereka bahwa dengan adanya pajak maka hutang 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 kenyataannya 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, biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Hal ini disebut *trade off theory* (Myers, 1984, Jensen dan Meckling, 1976) yang diacu oleh Wijaya (2001).

- ***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.

Dalam model Pecking Order sederhana (*simple pecking order model*), hutang biasanya bertambah ketika investasi melebihi laba ditahan dan hutang berkurang jika investasi kurang dari *retained*

earning. Tetapi dalam pandangan Pecking Order yang kompleks (*complex pecking order model*) menurut Myers (1984) dalam Yuniningsih (2002), bahwa perusahaan lebih perhatian dengan *financing cost* (biaya pendanaan) saat ini dan masa datang. Dengan menyeimbangkan *financing cost*, mungkin terjadi pada perusahaan yang *expected investment*-nya besar akan mempertahankan agar kapasitas *risk debt* tetap rendah guna menghindari dibatalkannya investasi di masa datang atau menghindari investasi didanai dengan *risk security* baru.

Keseimbangan *financing cost* dalam Pecking Order mendorong perusahaan yang investasinya besar memiliki *leverage* yang tinggi (prediksi *simple pecking order*). Ini kelihatannya lebih kecil kemungkinannya terjadi untuk perusahaan pembayar dividen (*dividend payers*) karena memiliki sumber *retained earning* yang bisa membantu mempertahankan *leverage* lebih sedikit. Sebaliknya, Fama dan French (2000) dalam Yuniningsih (2002) juga menemukan bahwa perusahaan yang tidak membayar dividen umumnya mempunyai investasi yang lebih besar dibanding *earning*. Dengan demikian, perusahaan yang tidak membayar dividen, hubungan negatif antara *leverage* dan *expected investment* yang diprediksi oleh *complex pecking order* akan lebih lemah, dan hubungan positif antara *leverage investment* dalam *simple pecking order* akan lebih mendominasi.

Pendanaan berdasarkan *pecking order theory* dipengaruhi oleh adanya asimetri 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 Donaldson pada tahun 1961 mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut :

- Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal.
- Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi.
- Kebutuhan 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.

2.2.6. Teori Keagenan

Teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Esti (2004) merupakan salah satu *explanatory variable* untuk mengetahui adanya variasi didalam kebijakan hutang (struktur modal) perusahaan. Teori keagenan membahas antara pemberi kerja (*principal*) dan penerima amanah untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam konteks ini yang dimaksud pemberi kerja (*principal*) adalah para pemegang saham, sedangkan agen adalah manajemen pengelola perusahaan. Selanjutnya *principal* akan memberikan hak kepada orang lain yang disebut agen untuk menjalankan haknya. Kedua belah pihak diikat kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing. *Principal* menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan manajemen mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang diamanahkan oleh pemegang saham kepadanya. Untuk kepentingan tersebut, *principal* akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan agen memperoleh gaji, bonus dan berbagai macam kompensasi lainnya (Faisal, 2000) dalam Esti (2004).

Dengan asumsi bahwa kedua pihak adalah *rational-economic maximizing individual*, maka pada saat tujuan kedua pihak tidak selaras akan menimbulkan dua macam problema. Pertama, *dysfunctional behavior / moral hazard*. Problema ini terjadi pada sisi agen. Agen akan cenderung memaksimalkan utilitinya karena memiliki kesempatan melakukannya, misalnya ketika agen diberi kesempatan berpartisipasi

untuk menyusun anggarannya akan cenderung melakukan *overestimate* pengeluaran atau *underestimate* pendapatan. Kondisi ini disebut sebagai *budgetary slack*. Kedua, problema asimetri informasi. Teory agensi mengimplikasikan adanya asimetri informasi antara manajer sebagai agen dan pemilik (pemegang saham) sebagai prinsipal. Asimetri informasi muncul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa mendatang dibandingkan pemegang saham dan stakeholder lainnya. Dengan demikian asimetri informasi akan mendorong timbulnya *dysfunctional behavior* atau *moral hazard*.

Oleh karena itu, prinsipal perlu menciptakan suatu system yang dapat memonitor perilaku agen supaya bertindak sesuai dengan harapannya. Aktivitas ini meliputi biaya untuk penciptaan standar , biaya monitoring agen, penciptaan sistem informasi akuntansi dan lain-lain. Aktivitas ini menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Hubungan antara prinsipal dan agen dikatakan berhasil apabila *agency cost* minimal, ada keseimbangan dalam memaksimalkan utilitas antara agen dan prinsipal, atau mencapai *Pareto optimum* dan ada pihak independen dalam hal ini auditor internal atau eksternal yang mampu mengendalikan harmonisasi hubungan prinsipal dan agen (Pasoloran dan Rahman, 2001) dalam Indrawati Yuhertiana (2003). Kondosi ideal ini sangat sulit dicapai karena yang memegang peranan dalam pengolahan dan akses informasi adalah agen sehingga menimbulkan asimetri informasi, dimana agen lebih tahu banyak dibandingkan prinsipal.

Sebagaimana telah disebutkan maka hal ini akan menimbulkan *moral hazard*. Prinsipal memiliki kewenangan untuk menerapkan sistem kontrol melalui berbagai upaya, terutama berkaitan dengan upaya memperpendek asimetri informasi yang terjadi, dengan penetapan standar pengungkapan yang jelas. Transparansi akan membuat seluruh *stakeholder* yang terlibat memiliki kekayaan informasi sehingga dapat mengurangi asimetri informasi.

Menurut Harianto dan Sudomo (1998) seperti diacu oleh Faisal (2000) dalam Esti (2004) bahwa manusia pada umumnya menginginkan keuntungan yang sebesar-besarnya untuk diri sendiri dan mempunyai kecenderungan menghindari resiko 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 resiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis atau tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung resiko 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 resiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya, mereka lebih berhubungan dengan resiko perusahaan secara keseluruhan. Dengan demikian, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Esti, 2004).

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) dikutip oleh Nuriningsih (2002) dalam Esti (2004). Peningkatan kekuasaan manajer dalam melakukan *over investment* atau disebabkan oleh perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer. Investor memilih resiko tinggi untuk mendapatkan return tinggi, sedangkan manajer memilih resiko rendah untuk mempertahankan posisi atau sebaliknya didalam perusahaan. (Crutchley dan Hansen, 1989) dalam Esti (2004).

Biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan disebut biaya keagenan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) seperti diacu oleh Nuriningsih (2002) dalam Esti (2004), 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 asset 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 principal atau dikenal sebagai *residual loss*.

Didalam teori keagenan, terdapat beberapa mekanisme untuk mengontrol biaya keagenan seperti meningkatkan kepemilikan manajerial, pembayaran dividen, penggunaan hutang dan memperhitungkan tingkat resiko (Crutchley dan Hansen, 1989; Jensen dan Zorn, 1992; Chen dan Steiner, 1999) seperti diacu oleh Nuriningsih (2002) dalam Esti (2004).

2.3. Kerangka Teoritis

2.3.1. Hubungan antara *Dividend Payout Ratio* dan *Financial Leverage*

Hubungan antara keputusan dividen dengan keputusan mengenai *debt* dapat didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah dilakukan. Dalam penelitian A.Jatmiko W. & F.Indri Erkaningrum dalam Yesti Muryanti (2003) mengutip dari Baskin (1989) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*, juga mengutip dari Allen (1993) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *financial leverage*. Adedeji (1998) menemukan bahwa *financial leverage* berhubungan secara positif dengan dividen. Dengan alasan peristiwa yang bisa meningkatkan hutang seperti pembelian kembali saham, penawaran untuk mengkonversi hutang menjadi ekuitas. Peningkatan pembagian dividen selalu dikaitkan dengan *positive abnormal return* yang besar untuk pemegang saham. Untuk itu, semakin tinggi tingkat hutang, menyebabkan semakin banyak dana yang tersedia untuk membayar dividen yang lebih tinggi. Keadaan ini memberikan sinyal positif bagi investor terhadap perusahaan sehingga akan menaikkan nilai perusahaan.

Perilaku *Pecking Order* dapat disebabkan oleh kebijakan dividen perusahaan yang akan mempengaruhi penggunaan *retained earning*. Jumlah dividen di masa lalu akan mempengaruhi secara langsung pada pembayaran dividen saat ini melalui proses penyesuaian dengan interval tertentu. Para manajer dan *shareholder* akan mengharapkan pembayaran

dividen, yang sebagian besar ditentukan melalui proses pertimbangan atas keuntungan yang telah diperoleh di masa lalu. Jika pembayaran yang dilakukan sebelumnya besar, maka para manajer dan *shareholder* mungkin akan mengharapkan dividen yang lebih besar pula di masa yang akan datang. Dividen yang besar di masa lalu akan meningkatkan kebutuhan kas di masa yang akan datang, sehingga hal ini mendorong dilakukannya peminjaman yang lebih besar dan mengarah pada rasio *leverage* yang lebih tinggi pula. Perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang tinggi akan melakukan peminjaman lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang *dividend payout ratio*-nya rendah.

Pecking Order Theory mengemukakan bahwa perusahaan akan mempergunakan *debt* apabila *internal equity* yang ada di dalam perusahaan tidak mencukupi untuk mengatasi masalah kebutuhan dana. Masalah kebutuhan dana dalam jangka pendek, akan diatasi oleh perusahaan dengan melakukan peminjaman untuk membayar dividen. Namun apabila kebutuhan dana berlangsung secara terus menerus, maka perusahaan akan mengatasi masalah kebutuhan dana dengan menyesuaikan *dividend payout ratio* dan *financial leverage*.

2.3.2. Hubungan antara *Dividend Payout Ratio* dan Investasi

Hubungan antara *dividend payout ratio* dan investasi dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada. Dalam penelitian A.Jatmiko W. & F.Indri Erkaningrum dalam Yesti Muryanti (2003)

mengutip dari Baskin (1989), Allen (1993) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen memiliki pengaruh negatif pada investasi di masa selanjutnya. Adedeji (1998) menemukan bahwa investasi memiliki pengaruh negatif pada dividen. Dalam penelitian Yuniningsih (2002) mengutip dari Barclay, et al, (1995) menyatakan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi membutuhkan lebih banyak dana, karena terdapat banyak kesempatan investasi menyebabkan dividen yang dibayarkan menjadi lebih rendah.

Pembayaran dividen di masa lalu akan mempengaruhi besarnya dana yang dapat digunakan untuk investasi di masa yang akan datang. Asimetri informasi menyebabkan perilaku perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen dijadikan sebagai sinyal bagi prospek perusahaan di masa yang akan datang. Dalam penelitian A.Jatmiko W. & F.Indri Erkaningrum dalam Yesti Muryanti (2003) mengutip dari Easterbrook (1984) mengemukakan bahwa dividen merupakan alat bagi *shareholder* untuk mendorong manajer agar mendapatkan modal di pasar yang kompetitif. Pembayaran dividen akan mempengaruhi *retained earning* yang ada di dalam perusahaan. Seberapa besar *internal equity* yang ada dalam perusahaan akan mempengaruhi keputusan perusahaan untuk melakukan investasi.

Seberapa besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan. Perusahaan yang memiliki banyak kesempatan untuk investasi, akan mendorong

perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen dalam jumlah yang kecil, sehingga perusahaan mempunyai *internal equity* untuk mendanai investasi. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki kesempatan investasi akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi. Dengan demikian terlihat adanya hubungan antara *dividend payout ratio* dan investasi.

2.3.3. Hubungan antara *Financial Leverage* dan Investasi

Dalam penelitian yang dilakukan A.Jatmiko W. & F.Indri Erkaningrum dalam Yesti Muryanti (2003) mengutip dari Baskin (1989) dan Allen (1993) menemukan bahwa *financial leverage* berhubungan positif dengan investasi, juga mengutip dari Baskin (1989) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa investasi berhubungan positif dengan *financial leverage*. Dalam penelitian yang dilakukan Yuningsih (2002) mengutip dari Fama, et al, (2000) menyebutkan bahwa *financing cost* (biaya pendanaan) mendorong perusahaan yang mempunyai investasi besar cenderung mempunyai *leverage* yang tinggi. *Pecking Order Hypothesis* menyatakan bahwa perusahaan akan mempergunakan *external finance* apabila *internal equity* yang ada yang ada dalam perusahaan tidak mencukupi untuk mengatasi kebutuhan dana. Apabila asimetri informasi memberikan batasan pada pendanaan ekuitas, maka hutang akan cenderung dipakai sebagai sumber pendanaan tambahan. Masalah kebutuhan dana dalam jangka pendek, akan diatasi oleh perusahaan

dengan melakukan peminjaman untuk mendanai investasi. Namun apabila kebutuhan dana berlangsung secara terus menerus, maka perusahaan akan mengatasi masalah kebutuhan dana dengan peluang investasi baru.

Kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan akan mempengaruhi *financial leverage* apabila *internal equity* yang dapat dipergunakan untuk mendanai investasi tidak mencukupi. Seberapa besar perusahaan melakukan peminjaman, tergantung pada seberapa besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi yang besar akan melakukan peminjaman dalam jumlah yang besar pula. Dengan demikian, terdapat hubungan antara *financial leverage* dan investasi.

2.4. Formulasi Hipotesis

2.4.1. Perumusan Hipotesis *Dividend Payout Ratio*

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

- ***Financial Leverage***

Financial leverage mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan 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 dividen 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 dividen 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 dividen.

Menurut Frank dan Goyal (2000) dalam Yuniningsih (2002) berpendapat bahwa perusahaan besar akan menambah jumlah hutang dalam upaya pembayaran dividen. Sedangkan Adedeji (1998) yang diacu dalam penelitian ini menemukan bahwa *financial leverage* berhubungan positif dengan dividen. Berdasarkan penjelasan tersebut maka *financial leverage* pada penelitian ini diperkirakan berdampak positif terhadap *dividend payout ratio*.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan diatas adalah sebagai berikut :

H1 : *Financial leverage* mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

- ***Investasi.***

Perusahaan yang memiliki prospek baik, akan terlihat dari banyaknya peluang untuk berinvestasi. Peluang investasi tersebut akan mempengaruhi pembayaran dividen. Sehingga perusahaan akan cenderung untuk melakukan pembayaran dividen 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 dividen.

Seperti halnya pernyataan Barclay, et al, (1985) dalam Yuniningsih (2002) 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 dividen. Adedeji (1998) dalam Yuniningsih (2002) juga menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara investasi dengan *dividend payout ratio*.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan diatas adalah sebagai berikut :

H2 : Investasi mempunyai pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

2.4.2. Perumusan Hipotesis *Financial Leverage*

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan *financial leverage* dalam penelitian ini adalah *dividend payout ratio* dan investasi.

- ***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 (Florentina, 2001) dalam Esti (2004). 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 dalam perusahaan selain digunakan untuk membayar dividen juga digunakan untuk mendanai investasi. Pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan *retained earning* didalam perusahaan menjadi rendah. Keterbatasan dana yang ada dalam perusahaan akan mendorong dilakukannya pinjaman sehingga rasio *leverage*-nya menjadi lebih tinggi. Sehingga perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang tinggi akan melakukan pinjaman hutang yang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang lebih rendah. Dalam penelitiannya, Adedeji (1998)

yang diacu oleh Yuniningsih (2002) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan diatas adalah sebagai berikut :

H3 : *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*.

- **Investasi.**

Perusahaan akan melakukan pinjaman apabila investasi yang dilakukan melebihi *retained earning* yang ada didalam perusahaan. Hal tersebut sesuai dengan teori *pecking order* yang menyatakan bahwa pendanaan itu berdasarkan hierarki yaitu dari laba ditahan, melalui 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 diatas adalah sebagai berikut :

H4 : Investasi mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*.

2.4.3. Perumusan Hipotesis Investasi

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan investasi dalam penelitian ini adalah *dividend payout ratio* dan *financial leverage*.

- ***Dividend payout ratio.***

Pembayaran dividen yang besar kepada para pemegang saham mengakibatkan laba ditahan didalam perusahaan menjadi rendah. Karena perusahaan mengalokasikan sebagian besar dari labanya untuk membayar dividen, sehingga bisa dipastikan bagian laba ditahan 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. Baskin (1989) dan Adedeji (1998) dalam Yuniningsih (2002) menemukan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh negatif terhadap investasi. Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa dividen berpengaruh negative terhadap investasi.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan diatas adalah sebagai berikut :

H5 : *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi.

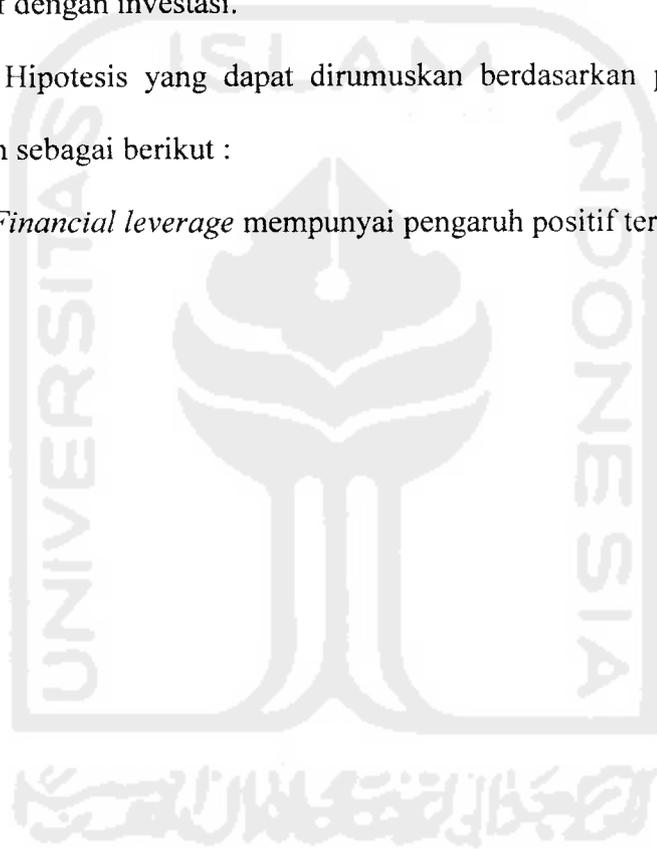
- ***Financial leverage.***

Fama, et al, (2000) seperti diacu oleh Yuniningsih (2002) dalam model *pecking order*, bahwa hutang biasanya akan bertambah ketika investasi melebihi *retained earning* (laba ditahan) dan hutang akan

berkurang jika investasi kurang dari *retained earning*. Perusahaan dengan *investment outlay* yang besar akan menyebabkan tingkat *leverage* yang tinggi. Hal itu disebabkan karena hutang yang tinggi akan digunakan untuk membiayai kesempatan investasi yang ada. Dari penjelasan diatas maka dapat disimpulkan bahwa *financial leverage* mempunyai pengaruh positif dengan investasi.

Hipotesis yang dapat dirumuskan berdasarkan penjelasan diatas adalah sebagai berikut :

H6 : *Financial leverage* mempunyai pengaruh positif terhadap investasi.



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan periode penelitian tahun 2002, 2003, 2004 yang menerbitkan laporan keuangan lengkap yang dipublikasikan didalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

Sampel dilakukan dengan 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 :

- a. Perusahaan manufaktur yang terdaftar dan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 2002-2004.
- b. Perusahaan yang membagikan dividen yang dapat dilihat dari *dividend payout ratio*.
- c. Perusahaan yang memiliki informasi mengenai *closing price*.
- d. Perusahaan yang mempunyai informasi yang berkaitan dengan pengukuran variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Perusahaan manufaktur dipilih sebagai obyek penelitian karena 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

Populasi yang diamati dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2002-2004. Sampel dipilih dengan menggunakan *purposive sampling* yaitu pemilihan anggota sampel berdasarkan kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995) dalam Erni Masdupi (2005).

Berdasarkan kriteria yang telah dijelaskan sebelumnya, maka diperoleh 23 perusahaan selama periode observasi. Data yang digunakan adalah data sekunder diperoleh dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang dipublikasikan didalam *Indonesian Capital Market Directory* pada bagian *summary of financial statement* tahun 2002, tahun 2003 dan tahun 2004. Yang termasuk data sekunder yaitu data-data mengenai *dividend payout ratio*, *financial leverage*, dan investasi.

3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Penelitian ini menggunakan tiga variabel penelitian dimana dalam setiap persamaan, variabel endogen dapat menjadi variabel eksogen dalam persamaan yang lain. Ketiga variabel tersebut yaitu *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi. Variabel-variabel tersebut berfungsi untuk menguji hipotesis-hipotesis yang telah dijabarkan pada bab sebelumnya.

3.3.1. *Dividend Payout Ratio / DPR (Y1)*

Variabel ini diberi simbol Y1, diukur dengan prosentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen yaitu rasio antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham.

Rumus matematisnya adalah sebagai berikut :

$$\text{DPR (Y1)} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

Dimana :

Y1 = 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 2002, 2003 dan 2004 pada bagian *summary of financial statement*.

3.3.2. *Financial Leverage (Y2)*

Variabel ini diberi simbol Y2. *Financial leverage* diukur dengan perbandingan antara total hutang, baik hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek.

Rumus matematisnya adalah sebagai berikut :

$$\text{Financial Leverage (Y2)} = \frac{\text{CL} + \text{LD}}{\text{MVF}}$$

Dimana :

CL = *Current liabilities*

LD = *Long term debt*

MVF = *Market Value of the Firm*

$$MVF = \left(\frac{EAT}{EPS} \times \text{closing price} \right) + (CL + LD)$$

EAT = *Earning After Tax*

EPS = *Earning Per Share*

Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2002, 2003 dan 2004 pada bagian *summary of financial statement*.

3.3.3. Investasi Perusahaan (Y3)

Variabel ini diberi simbol Y3. Investasi diperoleh dengan perbandingan antara selisih total asset (total asset tahun sekarang dikurangi total asset tahun sebelumnya) dibandingkan dengan total asset tahun sebelumnya.

Rumus matematisnya adalah sebagai berikut :

$$\text{Investasi (Y3)} = \frac{\text{Total assets}_t - \text{Total Assets}_{t-1}}{\text{Total Assets}_{t-1}}$$

Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2002, 2003 dan 2004 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 tiga 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* (Y1) harus merupakan fungsi dari *financial leverage* (Y2) dan investasi (Y3). Dan *financial leverage* (Y2) merupakan fungsi dari *dividend payout ratio* (Y1) dan investasi (Y3).

Begitu pula dengan investasi (Y3) merupakan fungsi dari *dividend payout ratio* (Y1) dan *financial leverage* (Y2). Untuk menentukan apakah hal ini benar, maka dirumuskan sistem persamaan sebagai berikut :

$$Y1 = a_0 + a_1Y2 + a_2Y3 + e_1$$

$$Y2 = b_0 + b_1Y1 + b_2Y3 + e_2$$

$$Y3 = c_0 + c_1Y1 + c_2Y2 + e_3$$

Dimana :

Y1 = *Dividend payout ratio* (DPR)

Y2 = *Financial Leverage*

Y3 = Investasi perusahaan

a, b, c = *coefisien regression*

e1,e2,e3 = *error term*

Setiap persamaan terdiri dari variabel endogen dan variabel eksogen. Persamaan pertama terdiri dari satu variabel endogen dan dua variabel eksogen. Variabel endogen yaitu *dividend payout ratio* (Y1), sedangkan variabel eksogennya adalah *financial leverage* atau Y2, dan investasi atau Y3. Persamaan kedua terdiri dari satu variabel endogen dan dua variabel eksogen. Variabel endogen yaitu *financial leverage* (Y2), sedangkan variabel eksogennya adalah *dividend payout ratio* atau Y1 dan investasi atau Y3. Kemudian persamaan ketiga terdiri dari satu variabel endogen dan dua variabel eksogen. Variabel endogen yaitu investasi (Y3), sedangkan variabel eksogennya adalah *dividend payout ratio* atau Y1, dan *financial leverage* atau Y2.

3.5. Prosedur Estimasi

3.5.1. Alat Analisis

Alat analisis menggunakan regresi berganda berdasarkan metode *ordinary least square* (OLS) dengan program *SPSS for Windows Release*

13.00. Dari ketiga persamaan tersebut diregresi satu persatu. Pertama, meregresi model pertama yaitu $Y1 = f (Y2, Y3)$, kemudian meregresi model kedua yaitu $Y2 = f (Y1, Y3)$. Dan yang terakhir meregresi model ketiga yaitu $Y3 = f (Y1, Y2)$. Dari hasil regresi tiap-tiap model ini didapatkan nilai koefisien regresi dan nilai uji t untuk pengujian hipotesis.

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 :

- $H0.1 = \textit{Financial leverage}$ tidak mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.
 $Ha.1 = \textit{Financial leverage}$ mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.
- $H0.2 = \textit{Investasi}$ tidak mempunyai pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.
 $Ha.2 = \textit{Investasi}$ mempunyai pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.
- $H0.3 = \textit{Dividend payout ratio}$ tidak mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*.

Ha.3 = *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*.

- H0.4 = Investasi tidak mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*.

Ha.4 = Investasi mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*.

- H0.5 = *Dividend payout ratio* tidak mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi.

Ha.5 = *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi.

- H0.6 = *Financial leverage* tidak mempunyai pengaruh positif terhadap investasi.

Ha.6 = *Financial leverage* mempunyai pengaruh positif terhadap investasi.

BAB IV

ANALISIS DATA

4.1. Pengantar Analisis

Bagian pertama dalam bab ini akan dibahas tahap-tahap dan pengolahan data yang kemudian akan dianalisis tentang apakah ada pengaruh antara variabel *Financial Leverage* dan Investasi Perusahaan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Bagian kedua dalam bab ini akan dibahas tahap-tahap dan pengolahan data yang kemudian akan dianalisis tentang apakah ada pengaruh antara variabel *Dividend Payout Ratio* dan Investasi Perusahaan terhadap *Financial Leverage*.

Bagian ketiga dalam bab ini akan dibahas tahap-tahap dan pengolahan data yang kemudian akan dianalisis tentang apakah ada pengaruh antara variabel *Dividend Payout Ratio* dan *Financial Leverage* terhadap Investasi Perusahaan.

Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari BEJ, khususnya dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Jakarta dalam kurun waktu tahun 2002-2004, sehingga sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Jakarta.

Dari laporan keuangan tersebut dilakukan tabulasi data rata-rata *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage* dan Investasi Perusahaan.

Adapun hasil-hasil perhitungan tersebut dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 4.1.1
Rata-rata *Dividen Payout Ratio* Tahun 2002-2004

No.	Nama Perusahaan	<i>Dividend Payout Ratio (%)</i>
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk.	16,907
2	PT. Delta Djakarta Tbk.	14,550
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk.	20,347
4	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk.	40,503
5	PT. Gudang Garam Tbk.	37,597
6	PT. HM. Sampoerna Tbk.	36,450
7	PT. Lautan Luas Tbk.	21,997
8	PT. Ekadarma Tape Industries Tbk.	38,000
9	PT. Intanwijaya Chemical Industry Tbk.	38,137
10	PT. Asahimas Flat Glass Tbk.	18,983
11	PT. Lionmesh Prima Tbk.	12,697
12	PT. Lion Metal Works Tbk.	30,307
13	PT. Arwana Citra Mulia Tbk.	0,337
14	PT. Astra Graphia Tbk.	1,050
15	PT. Astra Otoparts Tbk.	0,213
16	PT. Goodyear Indonesia Tbk.	38,090
17	PT. Tunas Ridean Tbk.	25,220
18	PT. Dankos Laboratories Tbk.	10,300
19	PT. Kimia Farma Tbk.	100,243
20	PT. Merek Indonesia Tbk.	38,950
21	PT. Tempo Scan Pasific Tbk.	41,853
22	PT. Mandom Indonesia Tbk.	39,903
23	PT. Unilever Indonesia Tbk.	42,547

Sumber : Lampiran 1

Tabel 4.1 di atas menunjukkan daftar perusahaan-perusahaan manufaktur dan rata-rata *Dividend Payout Ratio* dari tahun 2002 sampai dengan tahun 2004.

Tabel 4.1.2
Rata-rata *Financial Leverage* Tahun 2002-2004

No.	Nama Perusahaan	<i>Financial Leverage</i>
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk.	0,000494
2	PT. Delta Djakarta Tbk.	0,000499
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk.	0,212701
4	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk.	0,375688
5	PT. Gudang Garam Tbk.	0,160348
6	PT. HM. Sampoerna Tbk.	0,185140
7	PT. Lautan Luas Tbk.	0,767030
8	PT. Ekadarma Tape Industries Tbk.	0,233862
9	PT. Intanwijaya Chemical Industry Tbk.	0,298834
10	PT. Asahimas Flat Glass Tbk.	0,449943
11	PT. Lionmesh Prima Tbk.	0,752541
12	PT. Lion Metal Works Tbk.	0,255619
13	PT. Arwana Citra Mulia Tbk.	0,392251
14	PT. Astra Graphia Tbk.	0,454520
15	PT. Astra Otoparts Tbk.	0,368659
16	PT. Goodyear Indonesia Tbk.	0,363920
17	PT. Tunas Ridean Tbk.	0,629362
18	PT. Dankos Laboratories Tbk.	0,312145
19	PT. Kimia Farma Tbk.	0,281845
20	PT. Merek Indonesia Tbk.	0,000101
21	PT. Tempo Scan Pasific Tbk.	0,137539
22	PT. Mandom Indonesia Tbk.	0,337090
23	PT. Unilever Indonesia Tbk.	0,043152

Sumber : Lampiran I

Tabel 4.2 di atas menunjukkan daftar perusahaan-perusahaan manufaktur dan rata-rata *Financial Leverage* dari tahun 2002 sampai dengan tahun 2004.

Tabel 4.1.3
Rata-rata *Investasi Perusahaan* Tahun 2002-2004

No.	Nama Perusahaan	<i>Investasi Perusahaan</i>
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk.	577065,000
2	PT. Delta Djakarta Tbk.	407258,333
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk.	282532,000
4	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk.	15409791,667
5	PT. Gudang Garam Tbk.	17794329,333
6	PT. HM. Sampoerna Tbk.	10526044,667
7	PT. Lautan Luas Tbk.	1185323,333
8	PT. Ekadarma Tape Industries Tbk.	60736,000
9	PT. Intanwijaya Chemical Industry Tbk.	171028,667
10	PT. Asahimas Flat Glass Tbk.	1476250,667
11	PT. Lionmesh Prima Tbk.	37253,667
12	PT. Lion Metal Works Tbk.	125196,333
13	PT. Arwana Citra Mulia Tbk.	263533,333
14	PT. Astra Graphia Tbk.	666185,667
15	PT. Astra Otoparts Tbk.	2075096,667
16	PT. Goodyear Indonesia Tbk.	405991,000
17	PT. Tunas Ridean Tbk.	1591497,667
18	PT. Dankos Laboratories Tbk.	846203,667
19	PT. Kimia Farma Tbk.	1173375,000
20	PT. Merek Indonesia Tbk.	191042,333
21	PT. Tempo Scan Pasific Tbk.	1807936,333
22	PT. Mandom Indonesia Tbk.	405323,000
23	PT. Unilever Indonesia Tbk.	3063379,000

Sumber : Lampiran 1

Tabel 4.3 di atas menunjukkan daftar perusahaan-perusahaan manufaktur dan rata-rata *Investasi Perusahaan* dari tahun 2002 sampai dengan tahun 2004.

4.2. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda Metode OLS Model 1

Analisis dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda.

Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh dari variabel *Financial Leverage* dan *Investasi Perusahaan* terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Adapun bentuk persamaan regresinya adalah:

$$Y_1 = b_0 + b_1Y_2 + b_2Y_3 + e_i$$

Keterangan :

Y_1 = *Dividend Payout Ratio*

Y_2 = *Financial Leverage*

Y_3 = *Investasi Perusahaan*

b_0 = *Konstanta*

b_1, b_2 = *Koefisien Regresi*

e = *error term*

Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan program statistik komputer *SPSS for Windows Release 13.00* diperoleh hasil sebagai berikut :

Tabel 4.2
Hasil Regresi Linier Berganda Metode OLS Model 1

Variabel	Koefisien Regresi	Standart Error	t-statistik	Probabilita
Konstanta	33,958	8,408	4,039	0,001
Y_2	22,457	7,182	3,129	0,003
Y_3	-6,9E-007	0,000	-0,747	0,464
R^2	: 0,868			
Adjusted R^2	: 0,865			
F-statistik	: 16,946			
N	: 23			

Sumber: Hasil Olah Data Regresi Linier Berganda OLS, 2006

Secara matematis hasil dari analisis regresi linier berganda tersebut dapat ditulis sebagai berikut :

$$Y_1 = 33,958 + 22,457Y_2 - 6,9E-007Y_3 + e_i$$

Pada persamaan di atas ditunjukkan pengaruh variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y). Adapun arti dari koefisien regresi tersebut adalah :

1. $b_0 = 33,958$

Artinya, apabila *Financial Leverage* dan *Investasi Perusahaan* sama dengan nol, maka *Dividend Payout Ratio* akan bernilai sebesar 33,958 dengan asumsi variabel lain adalah konstan (*ceteris paribus*).

2. $b_1 = 22,457$

Artinya apabila *Financial Leverage* mengalami kenaikan sebesar 1, maka *Dividend Payout Ratio* juga akan naik sebesar 22,457 dengan asumsi variabel lain adalah konstan (*ceteris paribus*).

3. $b_2 = 6,9E-007$

Artinya apabila *Investasi Perusahaan* mengalami kenaikan sebesar 1, maka *Dividend Payout Ratio* akan tetap atau konstan dengan asumsi variabel lain adalah konstan (*ceteris paribus*).

4.3. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda Metode OLS Model 2

Analisis dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh dari variabel *Dividend Payout Ratio* dan *Investasi Perusahaan* terhadap *Financial Leverage*.

Adapun bentuk persamaan regresinya adalah:

$$Y_2 = b_0 + b_1 Y_1 + b_2 Y_3 + e_i$$

Keterangan :

Y_2 = *Financial Leverage*

Y_1 = *Dividend Payout Ratio*

Y_3 = *Investasi Perusahaan*

b_0 = Konstanta

b_1, b_2 = Koefisien Regresi

e = error term

Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan program statistik komputer *SPSS for Windows Release 13.00* diperoleh hasil sebagai berikut :

Tabel 4.3
Hasil Regresi Linier Berganda Metode OLS Model 2

Variabel	Koefisien Regresi	Standart Error	t-statistik	Probabilita
Konstanta	0,382	0,079	4,827	0,000
Y ₁	0,005	0,002	2,500	0,003
Y ₃	3,13E-009	0,000	0,326	0,748
R ²	: 0,766			
Adjusted R ²	: 0,762			
F-statistik	: 21,706			
N	: 23			

Sumber: Hasil Olah Data Regresi Linier Berganda OLS, 2006

Secara matematis hasil dari analisis regresi linier berganda tersebut dapat ditulis sebagai berikut :

$$Y_2 = 0,382 + 0,005Y_1 + 3,13E-009Y_3 + e_i$$

Pada persamaan di atas ditunjukkan pengaruh variabel independent (X) terhadap variabel dependen (Y). Adapun arti dari koefisien regresi tersebut adalah :

1. $b_0 = 0,382$

Artinya, apabila *Dividend Payout Ratio* dan Investasi Perusahaan sama dengan nol, maka *Financial Leverage* akan bernilai sebesar 0,382 dengan asumsi variabel lain adalah konstan (*ceteris paribus*).

2. $b_1 = 0,005$

Artinya apabila *Dividend Payout Ratio* mengalami kenaikan sebesar 1, maka *Financial Leverage* akan naik sebesar 0,005 dengan asumsi variabel lain adalah konstan (*ceteris paribus*).

3. $b_2 = 3,13E-009$

Artinya apabila Investasi Perusahaan mengalami kenaikan sebesar 1, maka *Financial Leverage* akan tetap atau konstan dengan asumsi variabel lain adalah konstan (*ceteris paribus*).

4.4. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda Metode OLS Model 3

Analisis dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Analisis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh dari variabel *Dividend Payout Ratio* dan *Financial Leverage* terhadap Investasi Perusahaan. Adapun bentuk persamaan regresinya adalah:

$$Y_3 = b_0 + b_1 Y_1 + b_2 Y_2 + e_i$$

Keterangan :

Y_3 = Investasi Perusahaan

Y_1 = *Dividen Payout Ratio*

Y_2 = *Financial Leverage*

b_0 = Konstanta

b_1, b_2 = Koefisien Regresi

e = error term

Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan program statistik komputer *SPSS for Windows Release 13.00* diperoleh hasil sebagai berikut :

Tabel 4.4
Hasil Regresi Linier Berganda Metode OLS Model 3

Variabel	Koefisien Regresi	Standart Error	t-statistik	Probabilita
Konstanta	2009129	2669653	0,753	0,460
Y ₁	-39389,6	12701,454	-3,101	0,002
Y ₂	1692332	618313,1	2,737	0,005
R ²	: 0,740			
Adjusted R ²	: 0,738			
F-statistik	: 15,418			
N	: 23			

Sumber: Hasil Olah Data Regresi Linier Berganda OLS, 2006

Secara matematis hasil dari analisis regresi linier berganda tersebut dapat ditulis sebagai berikut :

$$Y_3 = 2009129 - 39389,6Y_1 + 1691332Y_2 + e_i$$

Pada persamaan di atas ditunjukkan pengaruh variabel independent (X) terhadap variabel dependen (Y). Adapun arti dari koefisien regresi tersebut adalah :

1. $b_0 = 2009129$

Artinya, apabila *Dividen Payout Ratio* dan *Financial Leverage* sama dengan nol, maka Investasi Perusahaan akan bernilai sebesar 2009129 dengan asumsi variabel lain adalah konstan (*ceteris paribus*).

2. $b_1 = -39389,6$

Artinya apabila *Dividend Payout Ratio* kenaikan sebesar 1, maka Investasi Perusahaan akan mengalami penurunan sebesar 39389,6 dengan asumsi variabel lain adalah konstan (*ceteris paribus*).

3. $b_2 = 1691332$

Artinya apabila *Financial Leverage* mengalami kenaikan sebesar 1, maka Investasi Perusahaan akan mengalami penurunan sebesar 1691332 dengan asumsi variabel lain adalah konstan (*ceteris paribus*).

4.5. Pengujian Hipotesis Model 1

4.5.1. Pengujian hipotesis pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Dengan taraf nyata (α) = 5%, pengujian 1 sisi dan dengan derajat kebebasan (*degree of freedom*) yaitu : $df = (n-k) = (23-3) = 20$, diperoleh $t_{\text{tabel}} = 1,725$ dan dari hasil regresi berganda diperoleh $t_{\text{statistik}} = 3,129$.

Berdasarkan hasil olah data diperoleh nilai $t_{\text{statistik}} = 3,129 > t_{\text{tabel}} 1,725$, maka disimpulkan bahwa hipotesis diterima. Dengan demikian ada pengaruh secara positif dan signifikan antara variabel *Financial Leverage* terhadap variabel *Dividend Payout Ratio*.

4.5.2. Pengujian hipotesis pengaruh *Investasi Perusahaan* terhadap *Dividen Payout Ratio*

Dengan taraf nyata (α) = 5%, pengujian 1 sisi dan dengan derajat kebebasan (*degree of freedom*) yaitu : $df = (n-k) = (23-3) = 20$, diperoleh $t_{\text{tabel}} = -1,725$ dan dari hasil regresi berganda diperoleh $t_{\text{statistik}} = -0,747$.

Berdasarkan hasil olah data diperoleh nilai t-statistik = $-0,747 > t$ -tabel $-1,725$, maka disimpulkan bahwa hipotesis diterima. Dengan demikian ada pengaruh secara negatif namun tidak signifikan antara variabel Investasi Perusahaan terhadap variabel *Dividend Payout Ratio*.

4.6. Pengujian Hipotesis Model 2

4.6.1. Pengujian hipotesis pengaruh *Dividend Payout Ratio* terhadap *Financial Leverage*

Dengan taraf nyata (α) = 5%, pengujian 1 sisi dan dengan derajat kebebasan (degree of freedom) yaitu : $df = (n-k) = (23-3) = 20$, diperoleh t-tabel = $1,725$ dan dari hasil regresi berganda diperoleh t-statistik = $2,500$.

Berdasarkan hasil olah data diperoleh nilai t-statistik = $2,500 > t$ -tabel $1,725$, maka disimpulkan bahwa hipotesis diterima. Dengan demikian ada pengaruh secara positif dan signifikan antara variabel *Dividend Payout Ratio* terhadap variabel *Financial Leverage*.

4.6.2. Pengujian hipotesis pengaruh Investasi Perusahaan terhadap *Financial Leverage*.

Dengan taraf nyata (α) = 5%, pengujian 1 sisi dan dengan derajat kebebasan (degree of freedom) yaitu : $df = (n-k) = (23-3) = 20$, diperoleh t-tabel = $1,725$ dan dari hasil regresi berganda diperoleh t-statistik = $0,326$.

Berdasarkan hasil olah data diperoleh nilai t-statistik = $0,326 < t$ -tabel $1,725$, maka disimpulkan bahwa hipotesis diterima. Dengan

demikian ada pengaruh secara positif, namun tidak signifikan antara variabel Investasi Perusahaan terhadap variabel *Financial Leverage*.

4.7. Pengujian Hipotesis Model 3

4.7.1. Pengujian hipotesis pengaruh *Dividend Payout Ratio* terhadap *Investasi Perusahaan*

Dengan taraf nyata (α) = 5%, pengujian 1 sisi dan dengan derajat kebebasan (degree of freedom) yaitu : $df = (n-k) = (23-3) = 20$, diperoleh t-tabel = -1,725 dan dari hasil regresi berganda diperoleh t-statistik = -3,101.

Berdasarkan hasil olah data diperoleh nilai t-statistik = -3,101 < t-tabel -1,725, maka disimpulkan bahwa hipotesis diterima. Dengan demikian ada pengaruh secara negatif dan signifikan antara variabel *Dividend Payout Ratio* terhadap variabel Investasi Perusahaan.

4.7.2. Pengujian hipotesis pengaruh *Financial Leverage* terhadap Investasi Perusahaan.

Dengan taraf nyata (α) = 5%, pengujian 1 sisi dan dengan derajat kebebasan (degree of freedom) yaitu : $df = (n-k) = (23-3) = 20$, diperoleh t-tabel = 1,725 dan dari hasil regresi berganda diperoleh t-statistik = 2,737.

Berdasarkan hasil olah data diperoleh nilai t-statistik = 2,737 > t-tabel 1,725, maka disimpulkan bahwa hipotesis diterima. Dengan

demikian ada pengaruh secara positif dan signifikan antara variabel *Financial Leverage* terhadap variabel Investasi Perusahaan.

4.8.1. Pembahasan

- 4.8.1.1. Ada pengaruh secara positif dan signifikan antara *Financial Leverage* terhadap variabel *Dividend Payout Ratio*. Artinya jika *Financial Leverage* mengalami peningkatan, maka *Dividend Payout Ratio* juga akan meningkat. Perusahaan yang prospeknya kurang bagus akan membuat kebutuhan dana berlangsung terus menerus, maka perusahaan akan mengatasi masalah kebutuhan dana tersebut dengan menyesuaikan antara besarnya dividen yang dibagikan dengan besarnya *earning* yang baru, sehingga pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Dividend Payout Ratio* tergantung tanggapan perusahaan dalam hal kebutuhan dana.
- 4.8.2. Ada pengaruh secara negatif namun tidak signifikan antara Investasi Perusahaan terhadap variabel *Dividend Payout Ratio*. Artinya jika Investasi Perusahaan mengalami peningkatan, maka *Dividend Payout Ratio* akan tetap atau konstan. Perusahaan yang memiliki prospek baik akan terlihat dari banyaknya peluang untuk berinvestasi. Peluang investasi tersebut akan mempengaruhi pembayaran dividen, sehingga perusahaan akan cenderung untuk melakukan pembayaran dividen dalam jumlah yang kecil, agar proporsi *internal equity* yang akan dipergunakan untuk mendanai investasi lebih besar. Sebaliknya, bagi

perusahaan yang kurang memiliki kesempatan, maka banyak dana yang tersedia untuk membayar dividen. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan memerlukan dana lebih banyak karena terdapat banyak kesempatan investasi, sehingga mengakibatkan dividen yang dibagikan menjadi lebih sedikit, akhirnya investasi akan berdampak negatif terhadap dividen.

- 4.8.3. Ada pengaruh secara positif dan signifikan antara *Dividend Payout Ratio* terhadap variabel *Financial Leverage*. Artinya jika *Dividend Payout Ratio* mengalami peningkatan, maka *Financial Leverage* juga akan meningkat. Pembayaran dividen yang besar di masa lalu akan mengakibatkan para pemegang saham mengharapkan dividen yang besar pula di masa yang akan datang. 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. Dana yang tersedia dalam perusahaan selain digunakan untuk membayar dividen juga digunakan untuk membayar dividen juga digunakan untuk mendanai investasi. Pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan *retained earning* didalam perusahaan menjadi rendah. Keterbatasan dana yang ada dalam perusahaan akan mendorong dilakukannya pemijaman sehingga rasio leverage-nya menjadi lebih tinggi. Sehingga perusahaan dengan *Dividend Payout Ratio* yang

tinggi akan melakukan pinjaman hutang yang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *Dividend Payout Ratio* yang lebih rendah.

- 4.8.4. Ada pengaruh secara positif, tetapi tidak signifikan antara Investasi Perusahaan terhadap variabel *Financial Leverage*. Artinya jika Investasi Perusahaan mengalami peningkatan, maka *Financial Leverage* juga akan tetap atau konstan. Perusahaan akan melakukan pinjaman apabila investasi yang dilakukan melebihi retained earning yang ada didalam perusahaan. Perusahaan yang memiliki peluang investasi besar akan melakukan peminjaman dalam jumlah besar untuk mendanai peluang investasi tersebut.
- 4.8.5. Ada pengaruh secara negatif dan signifikan antara *Dividend Payout Ratio* terhadap variabel Investasi Perusahaan. Artinya jika *Dividend Payout Ratio* mengalami peningkatan, maka Investasi Perusahaan akan menurun. 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. Perusahaan yang membvayar dividen yang dalam jumlah yang cukup tinggi dalam suatu periode tertentu, maka dana yang tersedia untuk invbestasi menjadi berkurang dalam periode selanjutnya.

- 4.8.6. Ada pengaruh secara positif dan signifikan antara *Financial Leverage* terhadap variabel Investasi Perusahaan. Artinya jika *Financial Leverage* mengalami peningkatan, maka Investasi Perusahaan juga akan meningkat. hutang biasanya akan bertambah ketika investasi melebihi *retained earning*. Perusahaan dengan investment outlay yang besar akan menyebabkan tingkat leverage yang tinggi. Hal itu disebabkan karena hutang yang tinggi akan digunakan untuk membiayai kesempatan investasi yang ada.



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan dan saran ini merupakan dari penelitian mengenai pengaruh antara variabel *Financial Leverage* dan Investasi Perusahaan terhadap *Dividend Payout Ratio*, dan pengaruh antara variabel *Dividend Payout Ratio* dan Investasi Perusahaan terhadap *Financial Leverage*, serta pengaruh antara variabel *Dividend Payout Ratio* dan *Financial Leverage* terhadap Investasi Perusahaan.

Kesimpulan yang diperoleh dari hasil penelitian yang dilakukan dan saran akan diuraikan sebagai berikut :

5.1. Kesimpulan.

- 5.1.1. Ada pengaruh secara positif dan signifikan antara *Financial Leverage* terhadap variabel *Dividend Payout Ratio*. Artinya jika *Financial Leverage* mengalami peningkatan, maka *Dividend Payout Ratio* juga akan meningkat dan sebaliknya, jika *Financial Leverage* mengalami penurunan, maka *Dividend Payout Ratio* juga akan menurun.
- 5.1.2. Ada pengaruh secara negatif namun tidak signifikan antara Investasi Perusahaan terhadap variabel *Dividend Payout Ratio*. Artinya jika Investasi Perusahaan mengalami peningkatan, maka *Dividend Payout Ratio* akan tetap atau kostan.
- 5.1.3. Ada pengaruh secara positif dan signifikan antara *Dividend Payout Ratio* terhadap variabel *Financial Leverage*. Artinya jika *Dividend Payout Ratio* mengalami peningkatan, maka *Financial Leverage* juga akan meningkat

dan sebaliknya, jika *Dividend Payout Ratio* mengalami penurunan, maka *Financial Leverage* juga akan menurun.

- 5.1.4. Ada pengaruh secara positif namun tidak signifikan antara Investasi Perusahaan terhadap variabel *Financial Leverage*. Artinya jika Investasi Perusahaan mengalami peningkatan, maka *Financial Leverage* akan tetap atau konstan.
- 5.1.5. Ada pengaruh secara negatif dan signifikan antara *Dividend Payout Ratio* terhadap variabel Investasi Perusahaan. Artinya jika *Dividend Payout Ratio* mengalami peningkatan, maka Investasi Perusahaan akan menurun dan sebaliknya jika *Dividend Payout Ratio* mengalami penurunan, maka Investasi Perusahaan juga akan meningkat.
- 5.1.6. Ada pengaruh secara positif dan signifikan antara *Financial Leverage* terhadap variabel Investasi Perusahaan. Artinya jika *Financial Leverage* mengalami peningkatan, maka Investasi Perusahaan juga akan meningkat dan sebaliknya jika *Financial Leverage* mengalami penurunan, maka Investasi Perusahaan juga akan menurun.

5.2. Saran

Beberapa masukan ataupun saran berdasarkan hasil penelitian ini adalah :

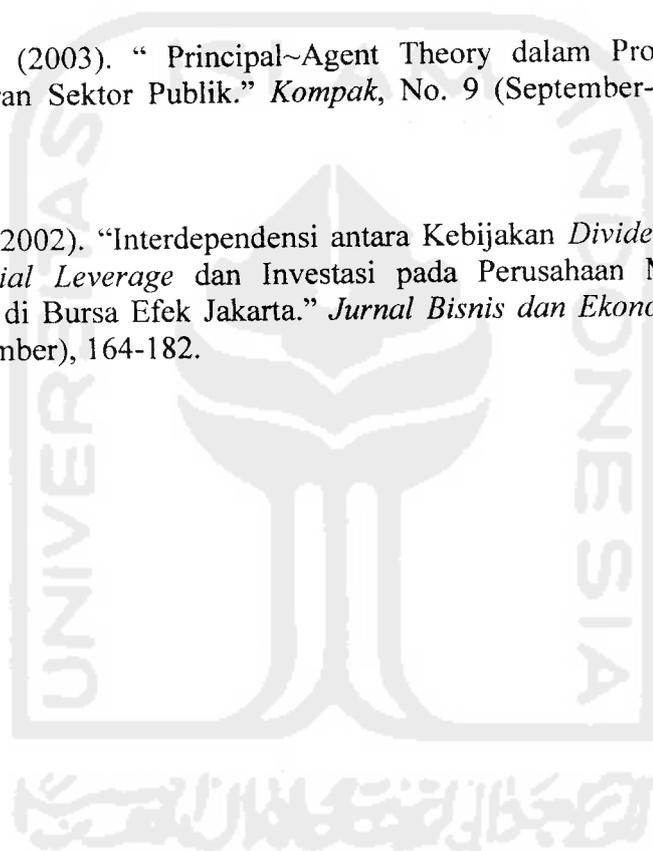
- 5.2.1. Pengambilan keputusan utama manajemen keuangan agar dilakukan secara lebih terintegrasi agar keputusan yang diambil lebih optimal sehingga tercipta sinergi yang positif untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

- 5.2.2. Perlunya membatasi jumlah pinjaman yang akan ditarik perusahaan agar jumlah beban tetap yang harus ditanggung oleh perusahaan dapat ditekan, atau mengoptimalkan pembelanjaan internal (laba ditahan) jika memang terdapat sejumlah keuntungan yang potensial diinvestasikan kembali.
- 5.2.3. Profitabilitas dan tingkat keuntungan perusahaan juga perlu diperhatikan sebagai faktor yang mempengaruhi dalam keputusan deviden karena kedua faktor tersebut dapat mengindikasikan bagaimana penerimaan/pendapatan riil yang diperoleh serta iklim investasi yang ada, sehingga keputusan tentang berapa jumlah dividen yang akan diterimakan kepada pemegang saham (serta berapa jumlah laba ditahannya) akan dapat ditentukan secara lebih optimal.
- 5.2.4. Perlu dilakukan penelitian lanjutan yang lebih komprehensif dalam mempertimbangkan faktor-faktor eksogen lainnya serta model analisis yang lebih baik sehingga diperoleh hasil yang lebih baik pula.

DAFTAR PUSTAKA

- Apriyanti, E.R. (2004). *Analisa Keterkaitan antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Reinvestasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*. Skripsi Sarjana (Tidak dipublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.
- Kaaro, H. (2003). "Analisis Leverage dan Dividen dalam Lingkungan Ketidakpastian : Pendekatan Pecking Order Theory dan Balancing Theory." *Kompak*, No.9 (September-Desember), 423-444.
- Masdupi, E. (2005). "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 20, No. 1 (Januari), 57-69.
- Muryanti, Y. (2003). *Analisis Keterkaitan antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di BEJ dalam Pengujian Pecking Order Hypothesis*. Skripsi Sarjana (Tidak dipublikasikan). Yogyakarta: Fakultas Ekonomi UII.
- Puspitarini, D.A. dan B. Witono. (2004). "Pengaruh Pengumuman Dividen Tunai Ditinjau dari Kenaikan dan Penurunan Dividen terhadap Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham di Bursa Efek Jakarta." *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 3, No. 2 (September), 107-126.
- Sarwono, J. dan D. Hardjono (Editor) (2006). *Analisis Data Penelitian Menggunakan SPSS 13*. Ed. 1. Yogyakarta : Andi Offset.
- Wahyuningsih. (2001). "Analisis Hubungan Interdependensi antara Keputusan Investasi, Hutang dan Dividen Perusahaan-Perusahaan Properti Go-Public di Bursa Efek Jakarta." *Media Riset Bisnis dan Manajemen*, Vol.1, No.3, 245-266.

- Wibowo dan Erkaningrum. (2002). "Studi Keterkaitan antara *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage* dan Investasi dalam Pengujian *Pecking Order Theory*." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 4, No.17 (Oktober), 506-519.
- Wiyani, W. dan A. Wijayanto. (2005). "Pengaruh Nilai Tukar Rupiah, Tingkat Suku Bunga Deposito dan Volume Perdagangan Saham terhadap Harga Saham." *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Th. IX, No.3 (September), 885-903.
- Yuhertiana, I. (2003). "Principal-Agent Theory dalam Proses Perencanaan Anggaran Sektor Publik." *Kompak*, No. 9 (September-Desember), 403-422.
- Yuniningsih. (2002). "Interdependensi antara Kebijakan *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage* dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang *Listed* di Bursa Efek Jakarta." *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol. 9, No.2 (September), 164-182.

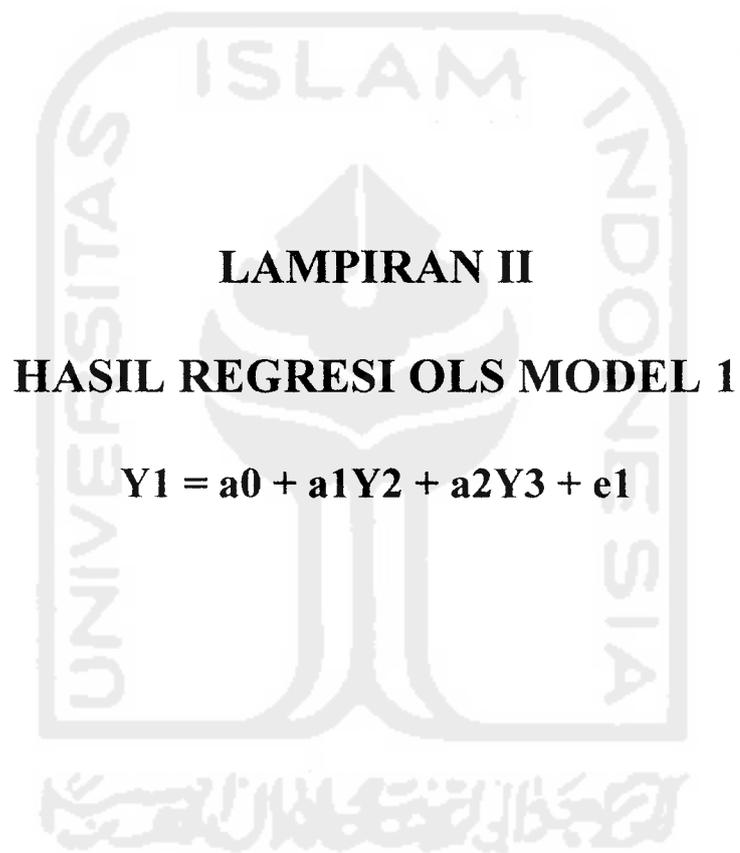




Data Penelitian

No.	Nama Perusahaan	EPS			DPS			DPS	DPR			DPR (Y1)	CL		
		2002	2003	2004	2002	2003	2004		2002	2003	2004		2002	2003	2004
1	PT. Aqua Golden Mississippi T	5.023	4.805	6.962	860	800	1.180	946,666667	17,12	16,65	16,95	16,906667	149,968	41,534	85,921
2	PT. Delta Djakarta Tbk.	2,8	2,352	2,417	400	350	350	366,666667	14,29	14,88	14,48	14,500000	52,882	50,195	72,389
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk.	84	81	80	16	16	18	16,6666667	18,96	19,68	22,4	20,346667	83,078	86760,	94,186
4	PT. Indofood Sukses Makmur	28	28	18	28	28	18	24,6666667	28	28	44,96	40,503333	4,341,302	3,664,193	4,364,193
5	PT. Gudang Garam Tbk.	1,085	956	930	300	300	500	366,666667	27,66	31,39	53,74	37,596667	5,527,058	6,057,693	8,006,773
6	PT. HM. Sampoerna Tbk.	371	313	454	50	120	275	148,333333	13,46	35,38	60,51	36,450000	2,083,641	1,706,216	3,763,216
7	PT. Lantan Luas Tbk.	25	10	67	5	2	17	8	20,05	20,4	25,54	21,996667	245,087	283,479	601,953
8	PT. Ekadarma Tape Industries	140	97	20	75	10	10	31,6666667	53,69	10,3	50,01	38,000000	9,327	10,396	8,942
9	PT. Intanwijaya Chemical Indus	29	47	65	10	20	25	18,3333333	34,02	42,13	38,26	38,136667	24,353	23,199	25,271
10	PT. Asahimas Flat Glass Tbk.	476	376	476	70	80	100	83,3333333	14,7	21,26	20,99	18,983333	341,717	340,318	341,940
11	PT. Lionmesh Prima Tbk.	154	168	573	25	25	40	30	16,22	14,9	6,97	12,696667	21,970	12,904	18,547
12	PT. Lion Metal Works Tbk.	228	236	453	70	90	100	86,6666667	30,66	38,18	22,08	30,306667	11,543	13,542	18,790
13	PT. Arwana Citra Mulia Tbk.	17	23	28	5	6	10	7	0,3	0,35	0,36	0,336667	64,390	59,920	75,542
14	PT. Astra Graphia Tbk.	55	16	28	11	12	61	28	0,2	0,75	2,2	1,050000	146,279	213,962	77,994
15	PT. Astra Otoparts Tbk.	343	273	291	85	50	60	65	0,25	0,18	0,21	0,213333	477,697	540,973	766,124
16	PT. Goodyear Indonesia Tbk.	371	401	610	150	150	234	178	40,46	37,42	36,39	38,090000	86,755	88,059	109,884
17	PT. Tunas Ridean Tbk.	53	58	109	16	12	27	18,3333333	30,36	20,64	24,66	25,220000	454,775	329,476	964,476
18	PT. Dankos Laboratories Tbk.	104	141	108	20	10	5	11,6666667	19,17	7,11	4,62	10,300000	169,454	191,829	442,311
19	PT. Kimia Farma Tbk.	6	8	14	1,913	3	4	640	300,07	0,37	0,29	100,243333	314,938	573,048	325,634
20	PT. Merek Indonesia Tbk.	1,671	2,258	2,555	1	1,400	1,400	933,666667	0,06	62	54,79	38,950000	22,765	40,122	43,550
21	PT. Tempo Scan Pasific Tbk.	704	703	717	400	400	85	295	56,8	56,91	11,85	41,853333	316,125	307,867	289,195
22	PT. Mandom Indonesia Tbk.	3725	396	529	150	165	200	171,666667	40,27	41,62	37,82	39,903333	44,518	32,779	57,684
23	PT. Unilever Indonesia Tbk.	1,282	170	192	500	80	80	220	39	47,07	41,57	42,546667	813,107	939,191	1,245,642

MVF	LN MVF	CL+LD	Fin. Lever (Y2)	TA t			Tat	TA t-1			Inv. (Y3)
				2002	2003	2004		2002	2003	2004	
585136478,094	20,187	289013,333	0,000494	536.787	523.302	671.109	577.066	523301,000	671108,000	597204,500	577065,000
167542002,666	18,937	83633,000	0,000499	367.804	398.857	455.117	407.259	398856,000	455116,000	426986,000	407258,333
545975,082	13,210	116129,333	0,212701	244.381	280.571	322.647	282.533	280570,000	322646,000	301608,000	282632,000
28320734,964	17,159	10639771,000	0,375688	15.251.516	15.308.854	15.669.008	15.409.793	15308853,000	15669007,000	15488930,000	15409791,667
42626195,646	17,568	6835024,333	0,160348	15.452.703	17.338.899	20.591.389	17.794.330	17338898,000	20591388,000	18965143,000	17794329,333
27016913,061	17,112	5001918,333	0,185140	9.817.074	10.197.768	11.563.295	10.526.046	10197767,000	11563294,000	10880530,500	10526044,667
925482,765	13,738	709872,667	0,767030	902.286	1.228.714	1.424.973	1.185.324	1228713,000	1424972,000	1326842,500	1185323,333
43217,759	10,674	10107,000	0,233862	58.300	60.825	63.086	60.737	60824,000	63085,000	61954,500	60736,000
84846,478	11,349	25355,000	0,298834	164.060	169.119	179.910	171.030	169118,000	179909,000	174513,500	171028,667
1434415,951	14,176	645405,333	0,449943	1.378.137	1.486.587	1.564.031	1.476.252	1486586,000	1564030,000	1525308,000	1476250,667
31369,709	10,354	23607,000	0,752541	34.853	34.163	42.748	37.255	34162,000	42747,000	38454,500	37253,667
76855,263	11,250	19645,667	0,255619	108.263	120.626	146.703	125.197	120625,000	146702,000	133663,500	125196,333
338041,118	12,731	132597,000	0,392251	246.532	248.100	295.971	263.534	248099,000	295970,000	272034,500	263533,333
745012,896	13,521	338623,333	0,454520	722.881	704.664	571.015	666.187	704663,000	571014,000	637838,500	666185,667
1949383,985	14,483	718657,000	0,368659	1.831.509	1.957.303	2.436.481	2.075.098	1957302,000	2436480,000	2196891,000	2075096,667
362885,332	12,802	132061,333	0,363920	384.872	392.263	440.841	405.992	392262,000	440840,000	416551,000	405991,000
1580633,976	14,273	994791,000	0,629362	1.111.266	1.485.051	2.178.179	1.591.499	1485050,000	2178178,000	1831614,000	1591497,667
1357138,548	14,121	423624,667	0,312145	660.949	826.778	1.050.887	846.205	826777,000	1050886,000	938831,500	846203,667
1577992,190	14,272	444749,333	0,281845	1.038.545	1.308.145	1.173.438	1.173.376	1308144,000	1173437,000	1240790,500	1173375,000
364426168,266	19,714	36779,000	0,000101	172.336	200.328	200.466	191.043	200327,000	200465,000	200396,000	191042,333
2309119,333	14,652	317594,333	0,137539	1.663.925	1.816.536	1.943.351	1.807.937	1816535,000	1943350,000	1879942,500	1807936,333
171857,061	12,054	57931,333	0,337090	356.007	387.601	472.364	405.324	387600,000	472363,000	429981,500	405323,000
2557712,878	17,057	1103729,667	0,043152	2.682.025	3.091.853	3.416.262	3.063.380	3091852,000	3416261,000	3254056,500	3063379,000



LAMPIRAN II

HASIL REGRESI OLS MODEL 1

$$Y1 = a0 + a1Y2 + a2Y3 + e1$$

Regression

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Inv. (Y3), Fin. Lever (Y2)	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DPR (Y1)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,713 ^a	,686	,685	21,15002700

a. Predictors: (Constant), Inv. (Y3), Fin. Lever (Y2)

b. Dependent Variable: DPR (Y1)

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	846,697	2	423,349	16,946	,005 ^a
	Residual	8946,473	20	447,324		
	Total	9793,170	22			

a. Predictors: (Constant), Inv. (Y3), Fin. Lever (Y2)

b. Dependent Variable: DPR (Y1)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	33,958	8,408		4,039	,001
	Fin. Lever (Y2)	22,475	7,182	,228	3,129	,003
	Inv. (Y3)	-6,9E-007	,000	-,161	-,747	,464

a. Dependent Variable: DPR (Y1)

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	17,07047	42,62954	28,92087	6,20372811	23
Std. Predicted Value	-1,910	2,210	,000	1,000	23
Standard Error of Predicted Value	4,623	14,655	7,125	2,815	23
Adjusted Predicted Value	16,01103	47,27727	29,16232	6,91835765	23
Residual	-26,8907	71,81012	,00000000	20,16575951	23
Std. Residual	-1,271	3,395	,000	,953	23
Stud. Residual	-1,303	3,481	-,005	,986	23
Deleted Residual	-28,2402	75,46295	-,241449	21,61684728	23
Stud. Deleted Residual	-1,328	5,403	,075	1,321	23
Mahal. Distance	,095	9,606	1,913	2,476	23
Cook's Distance	,000	,205	,023	,043	23
Centered Leverage Value	,004	,437	,087	,113	23

a. Dependent Variable: DPR (Y1)



LAMPIRAN III
HASIL REGRESI OLS MODEL 2

$$Y_2 = b_0 + b_1Y_1 + b_2Y_3 + e_1$$

Regression

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Inv. (Y3), ^a DPR (Y1)	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Fin. Lever (Y2)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,802 ^a	,766	,762	,21723873

a. Predictors: (Constant), Inv. (Y3), DPR (Y1)

b. Dependent Variable: Fin. Lever (Y2)

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,067	2	,033	21,706	,003 ^a
	Residual	,944	20	,047		
	Total	1,010	22			

a. Predictors: (Constant), Inv. (Y3), DPR (Y1)

b. Dependent Variable: Fin. Lever (Y2)

Coefficients^a

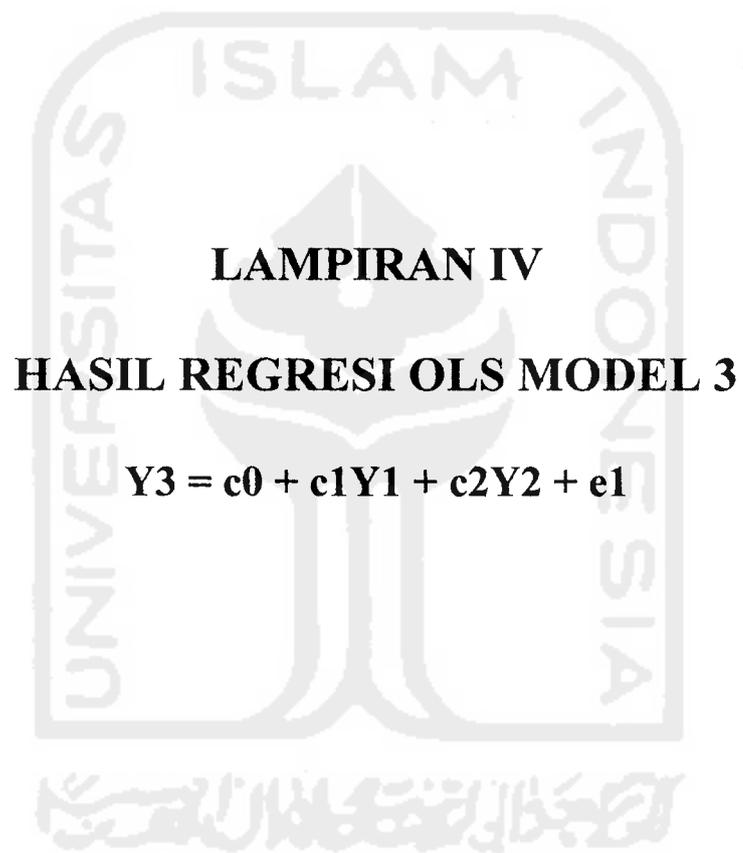
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,382	,079		4,827	,000
	DPR (Y1)	,005	,002	,233	2,500	,003
	Inv. (Y3)	3,13E-009	,000	,072	,326	,748

a. Dependent Variable: Fin. Lever (Y2)

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	,1403715	,3801091	,3049253	,05502054	23
Std. Predicted Value	-2,991	1,366	,000	1,000	23
Standard Error of Predicted Value	,047	,169	,072	,033	23
Adjusted Predicted Value	-,0750458	,3783050	,2965598	,09349865	23
Residual	-,345459	,44116208	,00000000	,20712901	23
Std. Residual	-1,590	2,031	,000	,953	23
Stud. Residual	-1,649	2,085	,015	1,006	23
Deleted Residual	-,371277	,46483421	,00836550	,23531515	23
Stud. Deleted Residual	-1,729	2,296	,025	1,055	23
Mahal. Distance	,064	12,323	1,913	3,197	23
Cook's Distance	,000	,543	,052	,113	23
Centered Leverage Value	,003	,560	,087	,145	23

a. Dependent Variable: Fin. Lever (Y2)



LAMPIRAN IV

HASIL REGRESI OLS MODEL 3

$$Y3 = c0 + c1Y1 + c2Y2 + e1$$

Regression

Variables Entered/Removed^d

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Fin. Lever (Y2), ^a DPR (Y1)	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Inv. (Y3)

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,750 ^a	,740	,738	5053945,32

a. Predictors: (Constant), Fin. Lever (Y2), DPR (Y1)

b. Dependent Variable: Inv. (Y3)

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,136E+013	2	1,068E+013	15,418	,004 ^a
	Residual	5,108E+014	20	2,554E+013		
	Total	5,322E+014	22			

a. Predictors: (Constant), Fin. Lever (Y2), DPR (Y1)

b. Dependent Variable: Inv. (Y3)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2009129	2669653		,753	,460
	DPR (Y1)	-39389,6	12701,454	-,169	-3,101	,002
	Fin. Lever (Y2)	1692332	618313,1	,074	2,737	,005

a. Dependent Variable: Inv. (Y3)

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	1235697	5480703,50	2632277	985403,2627	23
Std. Predicted Value	-1,417	2,891	,000	1,000	23
Standard Error of Predicted Value	1082631	3877009,750	1714503	640245,265	23
Adjusted Predicted Value	1293875	11640285,0	2946280	2054035,661	23
Residual	-4307329	14575643,0	,00000000	4818747,790	23
Std. Residual	-,852	2,884	,000	,953	23
Stud. Residual	-1,329	2,986	-,025	1,011	23
Deleted Residual	-1E+007	15623382,0	-314002	5550560,438	23
Stud. Deleted Residual	-1,356	3,909	,042	1,199	23
Mahal. Distance	,053	11,990	1,913	2,569	23
Cook's Distance	,000	,841	,060	,178	23
Centered Leverage Value	,002	,545	,087	,117	23

a. Dependent Variable: Inv. (Y3)