

STUDI KETERKAITAN ANTARA *DIVIDEND PAYOUT RATIO, FINANCIAL LEVERAGE* DAN INVESTASI DALAM PENGUJIAN HIPOTESIS *PECKING ORDER*

(Studi Kasus: Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar dan Listed di Bursa Efek Jakarta periode 2004-2005)



TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Pascasarjana
pada program Magister Manajemen Pascasarjana
Universitas Diponegoro**

Disusun oleh:

**Siwi Puspa Kaweny
NIM : C4A006067**

**PROGRAM PASCA SARJANA
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG**

2007

ABSTRACT

This study is aimed to examine the prediction of pecking order hypothesis in Indonesia. The hypothesis states that there is negative relationship between dividend payout ratio and investment. In addition, this study will learn the the relationship between dividend payout ratio, financial leverage and investment. The dividend payout ratio determinants are financial leverage, investment, liquidity, profitability, size and earnings change. The financial leverage determinants are dividend payout ratio, investment, profitability, size, assets structure and earnings change. And then the investment determinants are dividend payout ratio, financial leverage, sales growth, profitability, Q ratio and size.

This researchis focused on manufacturing companies as listed in the Indonesian Capital Market Directory for the period of 2004 – 2005. The method of data collection is pooling method and result 74 firm observation. The statistical method used by this research is hausmant test and two stage least square regression to minimize bias that is exist in ordinary least square analizing.

In this study, it is found that there is significant evidence that manufacturing companies in Indonesia tend to follow the pecking order hypothesis. In addition, it is found that the dividend payout ratio give a positive and significant influence on financial leverage, financial leverage do not give a significant influence on dividend payout ratio; the investment give a negative and significant influence on dividend payout ratio, dividend payout ratio do not give a significant influence on investment; the invesment give a positive and significant influence on financial leverage, financial leverage do not give a significant influence on invesment,

Keyword : *pecking order, dividend payout ratio, financial leverage, investment*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji Hipotesis *Pecking Order Theory* di Indonesia. Hipotesis ini mengatakan bahwa terdapat hubungan negative antara *dividend payout ratio* dan investasi. Pada saat ini, akan dipelajari hubungan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi. Variabel pengontrol dari *dividend payout ratio* yaitu : *financial leverage*, *investment*, *liquidity*, *profitability*, *size* dan *earnings change*. *Financial leverage* terdiri dari *dividend payout ratio*, *investment*, *profitability*, *size*, *assets structure* dan *earnings change*. Yang terakhir untuk investasi terdiri dari *dividend payout ratio*, *financial leverage*, *sales growth*, *profitability*, *Q ratio* dan *size*.

Penelitian ini difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* untuk periode 2004-2005. Metode yang digunakan adalah *pooling data* dan sample 74 perusahaan. Untuk metode pengolahan statistik digunakan *Hausmant Test* dan regresi *Two Stage Least Square (2SLS)* untuk meminimalkan angka bias yang dihasilkan dalam analisis *ordinary least square*.

Pada penelitian ini ditemukan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia mengikuti hipotesis *Pecking order*. *Dividend payout ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *financial leverage*, *financial leverage* tidak berpengaruh signifikan pada *dividend payout ratio*; investasi berpengaruh negative dan signifikan pada *dividend payout ratio*, *dividend payout ratio* tidak berpengaruh signifikan pada investasi; investasi berpengaruh positif dan signifikan pada *financial leverage*, *financial leverage* tidak berpengaruh signifikan pada investasi. **Kata kunci** : *pecking order*, *dividend payout rasio*, *financial leverage*, *investment*.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Kondisi perekonomian global telah memaksa perusahaan untuk melakukan kegiatan ekonominya tanpa batas negara sehingga persaingan menjadi begitu ketat. Menghadapi kondisi yang demikian setiap perusahaan dituntut untuk mampu membaca dan melihat situasi yang terjadi sehingga dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemen baik itu di bidang pemasaran, produksi, sumber daya manusia dan keuangan dengan baik agar perusahaan lebih unggul dalam persaingan yang dihadapi.

Diskusi dan perdebatan tentang hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan sampai saat ini masih berlangsung. Secara singkat terdapat dua pandangan yang terus diperdebatkan oleh ahli-ahli keuangan di dunia. Pandangan pertama dikenal dengan pandangan tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan tradisional diwakili oleh dua teori yaitu *Tradeoff Theory* dan *Pecking Order Theory*. Pandangan kedua dikemukakan oleh Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Walaupun diskusi tentang kedua pandangan tersebut terus berlangsung dikalangan akademisi, dalam praktek para manajer keuangan perusahaan lebih menerima pandangan tradisional untuk diterapkan dalam praktek bisnis mereka. (Wibowo-Erkaningrum, 2002)

Pecking Order Theory menjelaskan preferensi manajer dalam menentukan urutan sumber pendanaan diawali dari modal internal. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari modal internal dan modal external. Modal internal berasal dari laba ditahan dan beban nonkas seperti depresiasi sedangkan modal eksternal dapat bersumber dari modal sendiri dan atau melalui utang.(Hermeindito, 2003).

Bringham et al (1999) mengemukakan bahwa penggunaan utang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Keuntungan penggunaan utang adalah a) biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya utang efektif menjadi lebih rendah; b) kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan; c) *bondholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil. Sedangkan kelemahannya adalah a) utang yang semakin tinggi meningkatkan risiko *technical insolvency* (Gitman, 1994); b) bila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang. Pada kondisi ekstrim, kerugian tersebut dapat membahayakan perusahaan karena dapat terancam kebangkrutan (Hermeindito, 2003).

Pecking Order Theory tidak secara eksplisit membahas risiko prospek perusahaan, walaupun urutan pendanaan didasarkan pada risiko atau ketidakpastian prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Ketidakpastian lingkungan bisnis sejak krisis ekonomi pada pertengahan 1997 tidak dapat diabaikan.

Trade Off Theory atau *Balancing Theory* muncul karena adanya keuntungan dan kelemahan utang. Kunci dari teori adalah menyeimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang dalam struktur modal (Gardner and Trzcinka, 1992) sehingga disebut pula sebagai *Trade-off Theory* (Bringham et al, 1999). *Trade-off Theory* tidak membedakan urutan pemilihan sumber dana. Ekuitas yang bersumber dari laba ditahan atau dari penerbitan saham baru tidak dibedakan (Hermeindito, 2003).

Masalah struktur modal berkaitan dengan keputusan pendanaan yang dilakukan perusahaan. Manajer yang lebih percaya pada pandangan tradisional akan sangat hati-hati dalam melakukan keputusan pendanaan. Kesalahan dalam pembuatan keputusan pendanaan akan memiliki implikasi pada menurunnya nilai perusahaan yang berarti menurunnya kemakmuran para pemegang saham (Wibowo-Erkaningrum, 2002).

Perusahaan dipandang sebagai sekumpulan kontrak antara manajer perusahaan dan pemegang saham. Penunjukkan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan dalam kenyataannya seringkali menghadapi masalah dikarenakan tujuan perusahaan berbenturan dengan tujuan pribadi manajer. Dengan kewenangan yang dimiliki, manajer bisa bertindak dengan hanya menguntungkan dirinya sendiri dan mengorbankan kepentingan para pemegang saham. Hal ini mungkin terjadi karena adanya perbedaan informasi yang dimiliki oleh keduanya. Perbedaan informasi ini disebut sebagai *asymmetric information* (Imanda-Nasir, 2006).

Setiap perusahaan dihadapkan pada tiga masalah penting yang saling berkaitan di dalam pengelolaan keuangan. Ketiga permasalahan tersebut meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Keputusan-keputusan ini akan mempunyai pengaruh terhadap *value of firm* yang dicerminkan dari harga perusahaan di lantai bursa (Husnan, 1996).

Keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham disebut dengan kebijakan dividen (*dividend policy*). Kebijakan ini bermula dari bagaimana perlakuan manajemen terhadap keuntungan yang diperoleh perusahaan yang pada umumnya sebagian dari penghasilan bersih setelah pajak dibagikan kepada para investor dalam bentuk dividen dan sebagian lagi ditahan dalam bentuk laba ditahan (*retained earnings*) guna pembiayaan investasi pada periode berikutnya (Riyanto, 1995).

Laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai aset *growth* sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayar kepada investor. Di satu pihak perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan bersangkutan sedangkan di pihak lain juga ingin dapat membayar dividen kepada para investor. Tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan (Riyanto, 1995). Dikatakan bertentangan karena semakin tinggi *dividend payout ratio* (DPR) yang ditetapkan oleh suatu perusahaan maka makin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali di dalam perusahaan.

Husnan (1996) menyatakan bahwa perusahaan lebih suka menahan keuntungan daripada membagikan dalam bentuk dividen sedangkan investor lebih

suka pembayaran dividen saat ini daripada menundanya untuk direalisasikan dalam bentuk *capital gain*. Oleh karena adanya kepentingan yang kontradiktif antara pihak perusahaan dengan investor maka perusahaan harus dapat mengambil suatu kebijakan dividen yang membawa manfaat khususnya bagi peningkatan kemakmuran para pemegang saham.

Menurut Myers dan Majluf (1984) serta Myers (1984) dalam Wibowo-Erkaningrum (2002) hipotesis *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* (modal internal) terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external financing* (sumber dana dari luar) maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity* (modal external). Studi yang dilakukan oleh Fama (2000) mengemukakan bahwa dalam *trade-off model*, perusahaan mengidentifikasi tingkat *leverage* yang optimal dengan membandingkan *cost* dan *benefit* dari penggunaan hutang.

Pengujian yang dilakukan Baskin (1989) dengan judul “*An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis*”, menguji *hypothesis pecking order* di New York. Hasil penelitian bahwa dividen dan investasi berpengaruh positif terhadap *financial leverage*. Kemudian pengaruh terhadap investasi ternyata menunjukkan *financial leverage* dan *profitability* berpengaruh positif namun dividen sendiri berpengaruh negatif.

Allen (1993) melakukan penelitian dengan judul “*The Pecking Order Theory*”. Disini Allen meneliti pengaruh pembayaran dividen dan investasi pada *financial leverage* dan melihat pengaruh pembayaran dividen dan *financial leverage* pada tingkat perkembangan investasi, dimana penelitian dilakukan di

Australia. Hasil penelitian tersebut pengaruh terhadap *financial leverage* pada dividen dan *profitability* menunjukkan hubungan negatif sedangkan investasi tidak berpengaruh. Untuk pengaruh terhadap investasi, dividen berpengaruh negatif, *financial leverage* berpengaruh positif namun *profitability* tidak berpengaruh pada investasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Abimbola Adedeji (1998) lebih berkembang lagi dengan melihat keterkaitan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi di United Kingdom. Hasil yang diperoleh adalah dividen berpengaruh positif terhadap *financial leverage*. Terhadap *financial leverage*, ternyata dividen dan investasi sama-sama berpengaruh positif. Sedangkan dividen berpengaruh negatif terhadap investasi.

Beberapa penelitian yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia ditemukan hasil bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti *pecking order theory*. Sartono (2001) telah menemukan bahwa pada umumnya para manajer perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti hierarki pendanaan (*pecking order theory*). Studi yang dilakukan oleh Migunda (2001) dengan menggunakan data dari tahun 1994 sampai 1999, telah menemukan bahwa perusahaan di Indonesia cenderung mengikuti *pecking order hypothesis*. Pangeran (2000) yang meneliti dengan data dari tahun 1991 sampai 1996 memberikan hasil bahwa pemilihan penawaran sekuritas di Indonesia konsisten dengan filosofi pendanaan *pecking order theory*.

Kemudian Wibowo-Erkaningrum (2002) melakukan penelitian dengan melihat keterkaitan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi.

Namun hasil yang diperoleh menunjukkan hasil yang berbeda dengan penelitian terdahulu yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Dari hasil penelitian dikatakan bahwa, perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak mendukung atau tidak mengikuti *pecking order hypothesis*, dengan hasil *financial leverage* dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, namun untuk investasi tidak berpengaruh. *Dividend payout ratio* dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap *financial leverage*, namun ternyata investasi berpengaruh positif. Terhadap investasi menunjukkan hasil bahwa *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan *profitability* tidak berpengaruh.

Penelitian Fusia (2002) dengan judul “Analisis hubungan kebijakan *Insider Ownership*, kebijakan *Debt* dan kebijakan Dividen secara Simultan” dengan metode 3SLS. Hasil yang diperoleh adalah terdapat hubungan secara simultan antara kebijakan *insider ownership*, *debt* dan dividen. Tetapi ada satu variabel yaitu *debt* yang tidak signifikan. Sedang untuk efek-efek dari karakteristik “riil” perusahaan menunjukkan bahwa tidak satu variabelpun berhubungan secara signifikan.

Penelitian Suhartono (2004) yang berjudul “Pengujian terhadap keterkaitan antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang secara simultan pada perusahaan manufaktur di BEJ”. Hasil dari penelitiannya bahwa ada hubungan simultan antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Semua variabel eksogen signifikan terhadap kedua kebijakan tersebut kecuali *net organizational capital* dan *growth*.

Penelitian Imanda-Nasir (2006) yang berjudul “Analisis persamaan simultan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam perspektif teori keagenan”. Hasil yang diperoleh terdapat hubungan simultan antar semua variabel endogen, walaupun ada beberapa variabel yang signifikan namun adanya arah yang bersesuaian antar masing-masing variabel merupakan cerminan dari adanya hubungan simultan antar variabel.

Penelitian ini merupakan replikasi dari Adedeji (1998), namun dengan sample perusahaan-perusahaan di Indonesia. Merujuk dari hasil penelitian Wibowo-Erkaningrum (2002) yang mengatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak mendukung *hypothesis pecking order theory*, maka penelitian ini dilakukan lagi untuk membuktikan atau mencari kebenaran. Pada Adedeji dan Wibowo-Erkaningrum dilakukan dengan metode *Three Stage Least Square* (3SLS) namun dalam penelitian ini menggunakan metode *Two Stage Least Square* (2SLS) dengan menggunakan variabel endogen yang sama namun variabel eksogen ada yang beda. Variabel endogen terdiri dari *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi. Variabel eksogen dari *dividend payout ratio* : *financial leverage*, investasi, *liquidity*, *profitability*, *size* dan *earnings change*. Untuk *financial leverage*, variabel eksogen terdiri dari : *dividend payout ratio*, investasi, *profitability*, *size*, *structure of assets* dan *earnings change*. Sedangkan variabel exogen untuk investasi terdiri dari : *dividend payout ratio*, *financial leverage*, *growth*, *profitability*, *q ratio*, dan *size*.

I.2 Perumusan Masalah

Pengujian hipotesis *pecking order* yang dilakukan Baskin (1989) dan Allen (1993) tidak cukup komprehensif. Kedua peneliti tersebut hanya mempelajari pengaruh pembayaran dividen dan investasi pada *financial leverage* dan melihat pengaruh pembayaran dividen dan *financial leverage* pada tingkat perkembangan investasi. Kedua peneliti tersebut tidak mempelajari mengenai pengaruh *financial leverage* dan investasi pada *dividend payout ratio*.

Sartono (2001), Migunda (2001) dan Pangeran (2000) mengatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mengikuti *pecking order hypothesis* namun Wibowo-Erkaningrum (2002) sendiri mengatakan tidak mengikuti *pecking order hypothesis* sehingga perlu untuk melakukan penelitian untuk membuktikan *research gap* tersebut dengan melihat keterkaitan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Berdasarkan paparan di atas, maka pertanyaan peneliti yang diajukan adalah :

1. Bagaimana hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dengan *financial leverage* dalam pengujian Hipotesis *Pecking Order*
2. Bagaimana hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dengan investasi dalam pengujian Hipotesis *Pecking Order*.
3. Bagaimana hubungan simultan antara *financial leverage* dengan investasi dalam pengujian Hipotesis *Pecking Order*.

I.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

I.3.1 Tujuan Penelitian

Berdasarkan paparan di atas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Menganalisis hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dengan investasi dalam pengujian Hipotesis *Pecking Order*.
2. Menganalisis hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dengan investasi dalam pengujian Hipotesis *Pecking Order*.
3. Menganalisis hubungan simultan antara *financial leverage* dengan investasi dalam pengujian Hipotesis *Pecking Order*.

I.3.2 Manfaat Penelitian

Penelitian yang dilakukan ini diharapkan akan dapat memberikan manfaat :

- a. Memberikan kontribusi untuk pengembangan ilmu pengetahuan dalam hal *Pecking Order Theory*.
- b. Memberi pemahaman tentang keterkaitan *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi untuk membantu perusahaan dalam menentukan alternatif pendanaan dan investasi sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.
- c. Menambah referensi bukti empiris sebagai rekomendasi riset yang selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1 Struktur Modal

Struktur modal perusahaan berkaitan erat dengan kapitalisasi yang biasa diartikan sebagai jumlah ekuitas yang beredar (*outstanding*) baik dalam bentuk modal saham (*capital stock*) maupun hutang jangka panjang atau obligasi. Kapitalisasi meliputi : (1) modal sendiri, baik yang berupa modal saham maupun surplus dalam segala bentuknya. (2) modal asing, yang terdiri dari obligasi atau hutang jangka panjang lain yang serupa. Susunan dari jenis-jenis modal yang membentuk kapitalisasi tersebut merupakan struktur modal atau dengan kata lain struktur modal merupakan proporsi atau perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Dengan demikian kapitalisasi menekankan pada aspek kuantitatif sedangkan struktur modal menekankan pada aspek kualitatif (Riyanto,1995).

Keputusan pendanaan berkaitan erat dengan pemilihan sumber dana, baik yang berasal dari dalam (*internal*) maupun dari luar (*external*) perusahaan. Sumber dana perusahaan yang berasal dari dalam (*internal equity financing*) yaitu laba ditahan yang berasal dari hasil kegiatan usaha perusahaan, cadangan dan depresiasi. Sedangkan yang berasal dari luar (*external financing*) adalah dana yang berasal dari para kreditur maupun pemilik / pemegang saham / pengambilan bagian di dalam perusahaan. Pemenuhan dana yang bersumber dari luar perusahaan yang berasal dari kredit merupakan hutang bagi perusahaan atau

disebut metode pembelanjaan dengan hutang (*debt financing*). Dana yang diperoleh dari para pemilik / pemegang saham / pengambilan bagian dalam perusahaan merupakan modal sendiri perusahaan (*external equity financing*). Perusahaan perlu mempertimbangkan pemilihan sumber dana dalam membelanjai investasinya karena setiap modal yang digunakan selalu mempunyai biaya dan berbeda untuk setiap sumber dananya. Biaya tersebut bisa bersifat *explicit* (artinya nampak dan dibayar oleh perusahaan. Misal : biaya bunga) tetapi bisa juga bersifat *implicit* (tidak tampak dan bersifat *opportunistic* atau disyaratkan oleh pemodal). Secara umum perubahan struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan. Struktur modal yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan merupakan struktur modal yang terbaik / optimum (Husnan, 1996).

Teori struktur modal modern mulai diperkenalkan oleh Modigliani & Miller (Modigliani & Miller (1958) dalam Husnan (1996). Menurut Modigliani & Miller tidak ada struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang dapat memaksimumkan nilai total perusahaan dengan menggunakan *leverage* tertentu. Apabila terdapat dua perusahaan dengan nilai total perusahaan yang berbeda karena perbedaan struktur modalnya maka dengan beberapa asumsi akan terjadi proses arbitrase sehingga akan mengakibatkan nilai total kedua perusahaan tersebut sama.

Terdapat berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal yang dapat diklasifikasikan menjadi dua yaitu perusahaan yang mengikuti *Balance Theory* dan perusahaan yang mengikuti *Pecking Order Theory*. Hal ini sesuai dengan yang dikemukakan Myers (1984).

Oleh karena itu keputusan struktur modal secara teoritis didasarkan pada kerangka : *Trade off* atau *Balance Theory* dan *Pecking Order Theory*.

2.1.2 *Pecking Order Theory*

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan. Myers (1984) mengemukakan argumentasi mengenai adanya kecenderungan suatu perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan yang berdasarkan pada *pecking order theory*. Baskin (1989) mengemukakan bahwa dari hasil pengamatan menunjukkan bahwa *pecking order theory* yang diusulkan oleh Donaldson (1961) nampak bisa menggambarkan tentang praktek perusahaan.

Myers (1984) berpendapat bahwa keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* yang dikemukakan pada tahun 1961 mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut :

- a. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal.
- b. Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi.
- c. Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan akan memilih sumber dana dari hutang karena dipandang lebih aman dari penerbitan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir sebagai sumber untuk memenuhi kebutuhan investasi.

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasarkan pada asimetri informasi. Asimetri informasi akan mempengaruhi struktur modal perusahaan dengan cara membatasi akses pada sumber pendanaan dari luar. Myers

dan Majluf (1984) menunjukkan bahwa dengan adanya asimetri informasi, investor biasanya akan menginterpretasikan sebagai berita buruk apabila perusahaan mendanai investasinya dengan menerbitkan ekuitas. Investor beranggapan bahwa penerbitan ekuitas baru dilakukan oleh para manajer apabila saham perusahaan dinilai lebih tinggi. Baskin (1989) dan Myers (1984) mengemukakan bahwa pemberitahuan penerbitan ekuitas-ekuitas baru menyebabkan nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham turun.

Permasalahan tersebut akan diatasi oleh perusahaan dengan menggunakan sekuritas yang tidak dinilai rendah oleh pasar. Dengan demikian, perusahaan akan lebih memilih mendanai investasinya berdasarkan suatu urutan resiko. Myers dan Majluf (1984), dan Myers (1984) mengacu terhadap masalah ini sebagai hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu dan apabila memerlukan *external finance* maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*. Baskin (1989) mengemukakan bahwa asimetri informasi selain akan menghambat kemampuan perusahaan dalam menaikkan dana melalui penerbitan saham baru, juga akan menciptakan elastisitas permintaan yang tidak sempurna dari dana ekuitas dengan membatasi akses terhadap *retained earning*.

Myers (1984) dan Baskin (1989) berpendapat bahwa perilaku *pecking order* selain dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi juga cenderung didorong dengan adanya pajak dan biaya transaksi. Ada beberapa alasan yang menyebabkan biaya langsung dari *retained earning* akan lebih kecil dari penerbitan ekuitas baru. Alasan pertama adalah terdapatnya penghematan yang cukup besar dalam *banker*

fees. Alasan yang kedua adalah perusahaan dapat menekan dividen yang dapat dikenakan pajak pada saat ini dengan membatasi penerbitan sekuritas. Dalam hal ini, dengan menetapkan jumlah hutang dan investasi tetap konstan, kenaikan dalam penerbitan ekuitas akan selalu mengarahkan pada dividen yang lebih besar. Dividen yang lebih besar selanjutnya akan menambah beban pajak pribadi. Oleh karena itu akan cukup beralasan apabila perusahaan berusaha untuk menekan penerbitan ekuitas baru.

Disamping itu, menurut Bringham (1999), biaya pada umumnya lebih kecil jika perusahaan menerbitkan hutang dibandingkan menerbitkan ekuitas. Perusahaan dalam menerbitkan sekuritas eksternal akan lebih memilih hutang dibandingkan ekuitas untuk mengurangi berbagai biaya yang timbul dari pemilihan antara hutang dan ekuitas. Bringham (1999:363) mengemukakan bahwa penggunaan hutang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kerugian bagi perusahaan. Keuntungan penggunaan hutang adalah :

1. Biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya hutang efektif menjadi lebih rendah,
2. *Debtholder* hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan,
3. *Debtholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil.

Kerugian penggunaan hutang adalah apabila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutupi biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang.

Pendanaan dari hutang tidak menambah pajak penghasilan pada tingkat perusahaan. Biaya langsung dari pendanaan ekuitas baru mungkin akan cukup besar apabila akan dibandingkan dengan mempergunakan hutang. Sebagai tambahan, penerbitan ekuitas baru akan memperlemah kontrol yang dapat membahayakan posisi pihak manajemen. Oleh karena itu, dengan teori *pecking order*, perusahaan cenderung memilih pendanaan sesuai dengan urutan resiko, yaitu pendanaan internal, *riskless debt*, *risk debt* dan ekuitas (Wibowo-Erkaningrum, 2002)

2.1.3 Dividend Payout Ratio

Setiap perusahaan menginginkan adanya pertumbuhan dan juga dapat membayar dividen kepada pemegang saham, tetapi kedua tujuan itu saling bertentangan. Semakin tinggi dividen yang dibayarkan berarti laba yang ditahan akan makin kecil dan akan mengakibatkan terhambatnya tingkat pertumbuhan (*rate of growth*) dalam pendapatan dan harga sahamnya. Jika perusahaan meningkatkan laba yang ditahan untuk meningkatkan investasi, tingkat pembayaran dividen akan makin rendah. Persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen adalah rasio pembayaran dividen (*divident payout ratio*) (Riyanto, 1995)

Dividend Payout Ratio (DPR) merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share*, jadi perspektif yang dilihat adalah

pertumbuhan *dividend per share* atau dividen per lembar saham terhadap pertumbuhan *earning per share* atau laba per lembar saham (Ang, 1997). *Dividend per share* merupakan total semua dividen yang dibagikan pada tahun buku sebelumnya, baik dividen interim, dividen final maupun dividen saham. Sedangkan *earning per share* merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak pada satu tahun buku dengan jumlah saham yang diterbitkan (*outstanding shares*).

Di dalam komponen *dividend per share* terkandung unsur dividen, jadi jika semakin besar dividen yang dibagikan maka akan semakin besar *dividend payout ratio* yang ada.

Adedeji (1998) menemukan bahwa *financial leverage* mempunyai pengaruh yang positif terhadap *dividend payout ratio*. Imanda-Nasir (2006) mengatakan kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan dengan prospek yang baik, cenderung akan mempergunakan *debt* sebagai alternatif untuk memenuhi kebutuhan pembayaran dividen dalam jangka pendek, apabila perusahaan tidak mempunyai dana internal untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut. Namun, apabila prospek perusahaan kurang baik, akan membuat kebutuhan dana berlangsung secara terus-menerus maka perusahaan akan mengatasi masalah kebutuhan dana dengan menyesuaikan *dividend payout ratio* dengan tingkat *earning* yang baru.

Adedeji (1998) menemukan bahwa investasi mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan Imanda-Nasir (2006) mengatakan bahwa investasi berpengaruh signifikan lemah terhadap dividen

dengan arah hubungan menunjukkan negatif. Prospek perusahaan yang baik, akan tercermin dengan banyaknya kesempatan yang tersedia untuk investasi. Kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi pembayaran dividen. Perusahaan akan cenderung untuk melakukan pembayaran dividen dalam jumlah yang kecil agar meningkatkan proporsi *internal equity* yang akan dipergunakan untuk mendanai investasi. Sebaliknya, perusahaan yang kurang memiliki kesempatan investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi dan menurunkannya proporsi *retained earning*.

Gill dan Green (1993) dalam Adedeji (1998), menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif pada pembayaran dividen. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi akan mempunyai kemampuan yang tinggi pula dalam membayar dividen. *Dividend payout ratio* selain dipengaruhi *financial leverage* dan investasi, juga dipengaruhi oleh profitabilitas (Brigham, 1999;460). Theobald (1978) menemukan bahwa *earnings* berpengaruh positif terhadap dividen. Sedangkan Imanda-Nasir (2006) mengatakan profitabilitas berpengaruh signifikan lemah terhadap dividen dan arah hubungannya negatif. Perusahaan yang dapat menghasilkan *earnings* tinggi, akan lebih mampu melakukan pembayaran dividen. Semakin tinggi profitabilitas berarti semakin cukup besar dana yang tersedia untuk membayar dividen.

Chang & Rhee (1990) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa *size firm* memiliki pengaruh yang positif terhadap *dividend payout ratio*. Perusahaan besar karena dapat dengan mudah memiliki akses ke pasar modal, akan mempunyai kemampuan untuk mengumpulkan dana dalam waktu yang singkat. Dengan

demikian, perusahaan dengan *size firm* yang lebih besar diperkirakan akan mempunyai kemampuan untuk menghasilkan *earning* yang lebih besar, sehingga biasanya mampu membayar dividen yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil. Weston dan Copeland (1992) menunjukkan bahwa *earnings change* berpengaruh positif pada *dividend payout ratio*. Semakin stabil *earnings change* maka perusahaan dapat membayar beban bunga atau hutang sehingga dapat memberi dividen yang tinggi (Riyanto, 1990).

2.1.4 *Financial Leverage*

Financial leverage terjadi pada saat perusahaan menggunakan sumber dana yang menimbulkan beban tetap. Apabila perusahaan menggunakan hutang, maka perusahaan harus membayar bunga. Bunga ini harus dibayar, berapapun keuntungan operasi perusahaan. Bagi perusahaan yang menggunakan hutang, mereka tentu berharap untuk bisa memperoleh laba operasi dari penggunaan hutang tersebut yang lebih besar dari biaya bunganya (Husnan, 1992).

Financial leverage diproxikan sebagai aspek resiko perusahaan yang menggambarkan tingkat hutang dalam struktur modal perusahaan. Penggunaan hutang yang relatif tinggi menimbulkan biaya tetap berupa biaya bunga yang tinggi. Jika perusahaan mendapat keuntungan yang lebih rendah daripada biaya tetapnya, maka laba bersih setelah pajak akan menjadi semakin kecil dan akibatnya investor menjadi kurang tertarik. Semakin banyak hutang perusahaan tersebut, maka semakin tinggi *financial leverage* dan resiko sistematis yang melekat pada perusahaan tersebut (Beaver et al, 1970).

Run Barner dan Adi Raveh (1987) dalam Wibowo-Erkaningrum (2002) menyatakan bahwa kegagalan perusahaan ditinjau dari aspek financial dapat dideteksi dari tingkat hutang atau *leverage*. Semakin tinggi hutang menandakan semakin besarnya kewajiban tidak terselesaikan (penumpukan hutang / *liabilities growth*), akibatnya beban hutang dan resiko kebangkrutan akan semakin besar.

Baskin (1989) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh yang positif terhadap *financial leverage*. Allen (1993) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh yang negative terhadap *financial leverage*. Imanda-Nasir (2006) mengatakan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang tidak signifikan. Pembayaran dividen di masa lalu akan mempengaruhi pembayaran dividen pada saat ini melalui proses penyesuaian dengan interval tertentu. Pembayaran dividen dalam satu periode tertentu akan mempengaruhi besarnya *internal equity* yang dapat dipergunakan untuk mengatasi masalah kebutuhan dana. Pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan *retained earning* yang terdapat di dalam perusahaan lebih rendah. Keterbatasan dana yang ada di dalam perusahaan akan mendorong dilakukannya peminjaman yang lebih besar dan mengarah pada rasio *leverage* yang lebih tinggi pula.

Keinginan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham telah mendorong perusahaan untuk memanfaatkan adanya kesempatan investasi yang ada. Miller dan Rock (1985) mengemukakan bahwa sumber pendanaan (keputusan pendanaan) sama dengan penggunaan dana (keputusan investasi). Kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan akan mempengaruhi *financial leverage* apabila *internal equity* yang dapat dipergunakan

untuk mendanai investasi tidak mencukupi. *Pecking order theory* menyatakan bahwa urutan pendanaan setelah laba internal adalah melalui penggunaan *debt*. Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi yang besar akan melakukan peminjaman dalam jumlah yang besar pula. Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa investasi berhubungan positif dengan *financial leverage*.

Profitability diprediksikan berpengaruh negative terhadap *financial leverage*, karena perusahaan yang dapat menghasilkan *earnings* yang lebih besar cenderung mempergunakan *retained earning* untuk memenuhi kebutuhan dana. Semakin besar *retained earning* sebagai sumber internal membuat penggunaan utang berkurang, sehingga tingkat *leverage* perusahaan menjadi semakin rendah. Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990), Allen (1993) dan Imanda-Nasir (2006) menemukan *profitability* berhubungan negative pada *leverage*. Perusahaan yang besar akan dengan mudah mempunyai akses ke pasar modal. Perusahaan yang dapat dengan mudah memiliki akses ke pasar modal akan mempunyai kemampuan untuk mengumpulkan dana dalam waktu yang singkat. Dengan demikian, perusahaan dengan *size* yang lebih besar diperkirakan mempunyai kesempatan untuk melakukan peminjaman dalam jumlah yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang kecil. Marsh (1982), Baskin (1989), Chang dan Rhee (1990), menemukan bahwa *size firm* berpengaruh positif pada *financial leverage*.

Perusahaan-perusahaan yang memiliki *assets* dengan nilai kolateral yang tinggi dapat mengurangi *financial distress* dibandingkan dengan perusahaan-

perusahaan yang memiliki *assets* dengan nilai kolateral yang rendah. Perusahaan yang memiliki *assets* dengan nilai kolateral yang tinggi akan dapat membayar sebagian kewajibannya dengan menggunakan *assets* tersebut apabila mengalami kebangkrutan. Semakin besar aktiva tetap maka makin besar asset yang dapat dijamin untuk memperoleh tambahan hutang (Scott, 1976). Myers (1977), Adedeji (1998) menemukan *assets structure* berhubungan positif dengan *leverage*. Sedangkan Imanda-Nasir (2006) mengatakan *structure of asset* berpengaruh negative signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan tingginya aktiva tetap perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi stabil dan tidak memerlukan level hutang yang tinggi.

Perusahaan dengan tingkat *earnings* yang stabil dapat memprediksikan *earnings* di masa mendatang dengan tingkat ketepatan yang lebih tinggi. Perusahaan dapat menetapkan kewajiban hutang yang lebih besar tanpa harus menempatkan diri dalam suatu tingkat resiko yang tidak dapat diterima. Nuryanti-Erni (2003) mengemukakan *earnings change* berpengaruh negative pada *financial leverage*. Perusahaan dengan tingkat *earnings* yang tidak stabil, memiliki sedikit kesempatan memperoleh pinjaman karena ketidakpercayaan dari pihak yang akan memberi pinjaman (Weston-Copeland, 1992).

2.1.5 Investasi

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan dimasa-masa yang akan datang. Keputusan penanaman modal tersebut dapat dilakukan oleh individu atau suatu entitas yang mempunyai

kelebihan dana. Investasi dalam arti luas terdiri dari dua bagian utama (Sunariyah, 2000) yaitu :

- a. Investasi dalam bentuk aktiva riil (*real assets*) yaitu aktiva yang berwujud seperti emas, perak, intan, barang-barang seni dan lain-lain.
- b. Investasi dalam bentuk aktiva financial, yaitu aktiva yang berwujud surat-surat berharga atau sekuritas (*marketable securities* atau *financial assets*).

Dalam kaitannya dengan penanaman modal, maka bentuk investasi yang lazim dilakukan seorang investor adalah investasi dalam bentuk aktiva financial yang lebih kompleks seperti *warrants*, *option* dan *futures* maupun ekuitas internasional. Pemilikan aktiva financial dalam rangka investasi pada sebuah perusahaan dapat ditempuh dengan cara investasi langsung (*direct investing*) dan investasi tidak langsung (*indirect investing*) (Sunariyah, 2000).

Investasi langsung diartikan sebagai bentuk kepemilikan surat-surat berharga secara langsung pada suatu perusahaan yang secara resmi telah go publik dengan harapan akan diperoleh keuntungan dalam bentuk dividen dan *capital gain*. Sedangkan investasi tidak langsung terjadi apabila surat-surat berharga yang dimiliki diperdagangkan kembali oleh perusahaan investasi (*investment company*) yang berfungsi sebagai perantara. Pemilik aktiva yang berupa investasi tidak langsung ini dilakukan melalui lembaga keuangan terdaftar yang bertindak sebagai pedagang perantara (*intermediary*) atau pialang. Pialang yang bertindak sebagai investor tidak langsung inipun memperoleh dividen dan *capital gain* (Sunariyah, 2000).

Seorang investor membeli sejumlah saham saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham ataupun sejumlah dividen di masa yang akan datang sebagai imbalan atas waktu dan resiko yang terkait dengan investasi tersebut. (Eduardus, 2001).

Pembayaran dividen akan mempengaruhi besarnya dana yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk melakukan investasi. Pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan *retained earning* yang terdapat di dalam perusahaan lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan yang melakukan pembayaran dividen yang cukup besar dalam satu periode tertentu akan mengurangi dana yang tersedia untuk investasi dalam periode selanjutnya. Baskin (1989), Allen (1993) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen berpengaruh negative pada investasi di masa selanjutnya.

Keputusan pendanaan dapat dijadikan indikator oleh pasar untuk memprediksikan prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Perusahaan dengan prospek yang baik akan mengatasi masalah kebutuhan dana dengan melakukan peminjaman untuk memanfaatkan kesempatan investasi. Namun, apabila prospek perusahaan kurang baik akan membuat kebutuhan dana berlangsung secara terus menerus, sehingga perusahaan akan mengatasi masalah kebutuhan dana dengan peluang investasi yang baru. Baskin (1989) dan Allen (1993) menemukan bahwa *financial leverage* berhubungan positif dengan investasi.

Sales growth mencerminkan salah satu ukuran tingkat keberhasilan atau realisasi pertumbuhan dari investasi masa lalu. Keberhasilan tersebut sering

menjadi tolok ukur investasi untuk pertumbuhan pada masa yang akan datang. Perusahaan dengan *sales growth* yang tinggi cenderung mempertahankan *earnings* untuk melakukan investasi kembali. Oleh karena itu terdapat hubungan yang positif antara pertumbuhan penjualan dan investasi. Adedeji (1998) menemukan hubungan negatif antara pertumbuhan penjualan dengan investasi. Perbedaan ini menarik untuk dikaji lebih lanjut melalui telaah empiris dalam penelitian ini.

Profitabilitas tinggi menunjukkan perusahaan mempunyai kemampuan yang lebih besar untuk menghimpun dana investasi. Baskin (1989) menemukan bahwa *profitability* memiliki pengaruh yang positif dengan investasi di Amerika Serikat.

Variabel *Q* ratio, yang merupakan suatu pertimbangan investasi mana yang akan dipilih nantinya, dimasukkan karena variabel ini diperkirakan memiliki pengaruh positif pada investasi. Baskin (1989) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa *Q ratio* memiliki pengaruh positif pada investasi. Perusahaan dengan *size* yang lebih kecil mempunyai kesempatan yang lebih besar dalam melakukan investasi (kemungkinan besar masih akan mengalami pertumbuhan) dibandingkan perusahaan dengan *size* yang besar. Baskin (1989), Allen (1993) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa *size* berpengaruh negatif pada investasi.

2.1.6 Hubungan antara *Dividend Payout Ratio* dan *Financial Leverage*

Hubungan antara keputusan dividen dan keputusan mengenai *debt* dapat didasarkan dari hasil-hasil penelitian yang telah dilakukan Baskin (1989) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh yang positif

terhadap *financial leverage*. Allen (1993) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *financial leverage*. Adedeji (1998) menemukan bahwa *financial leverage* berhubungan secara positif dengan dividen. Sedangkan Imanda-Nasir (2006) menemukan bahwa *debt* tidak mempengaruhi dividen.

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 pada 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 dengan *dividend payout ratio* yang rendah.

Pecking order theory mengemukakan bahwa perusahaan akan mempergunakan *debt* apabila *internal equity* yang ada 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* dengan tingkat *earning* yang baru. Dengan demikian, terlihat adanya hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dan *financial leverage*.

H1: Terdapat hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dan *financial leverage*

2.1.7 Hubungan antara *Dividend Payout Ratio* dan Investasi

Hubungan antara *dividend payout ratio* dan investasi dapat pula didasarkan pada hasil-hasil penelitian yang telah ada. Baskin (1989), Allen (1993) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa dividen memiliki pengaruh yang negatif pada investasi di masa selanjutnya. Adedeji (1998) menemukan bahwa investasi memiliki pengaruh yang negatif pada dividen.

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. Easterbrook (1984) mengemukakan bahwa dividen merupakan alat bagi *shareholder* untuk mendorong manajemen 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 kurang memiliki kesempatan investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi. Dengan demikian, terlihat adanya hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dan investasi.

H2 : Terdapat hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dan investasi

2.1.8 Hubungan antara *Financial Leverage* dan Investasi

Baskin (1989) dan Allen (1993) menemukan bahwa *financial leverage* berhubungan positif dengan investasi. Baskin (1989) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa investasi berhubungan positif dengan *financial leverage*. Hipotesis *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan akan mempergunakan *external finance* apabila *internal equity* 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 yang 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 harus 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 simultan antara *financial leverage* dan investasi.

H3 : Terdapat hubungan simultan antara *financial leverage* dan investasi

2.2 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian yang telah dilakukan mengenai pengujian hipotesis *pecking order theory* yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia selama ini cenderung untuk mengikuti *pecking order hypothesis*. Sedangkan penelitian yang meneliti keterkaitan *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi di Indonesia dalam jangka waktu yang cukup panjang belum ada yang melakukan.

Myers (1984) dan Baskin (1989) berpendapat bahwa perilaku *pecking order* selain dipengaruhi oleh adanya asimetri informasi juga cenderung didorong dengan adanya pajak dan biaya transaksi.

Pengujian yang dilakukan Baskin (1989) dengan judul “*An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis*”, dengan metode regresi. Dimana sampel sebanyak 378 perusahaan Fortune 500. Variabel independen terdiri dari *profitability*, *growth* dan *risk as operationaized*. Baskin hanya mempelajari pengaruh pembayaran dividen dan investasi pada *financial leverage* dan melihat pengaruh pembayaran dividen dan *financial leverage* pada tingkat perkembangan investasi. Hasil penelitian bahwa dividen dan investasi berpengaruh positif

terhadap *financial leverage* sedangkan *profitability* berpengaruh negatif. Kemudian pengaruh terhadap investasi ternyata menunjukkan *financial leverage* dan *profitability* berpengaruh positif namun dividen sendiri berpengaruh negatif.

Allen (1993) melakukan penelitian dengan judul “*The Pecking Order Theory*”. Sample penelitian sebanyak 89 industri dari perusahaan komersial dan diolah dengan analisis regresi. Allen sama seperti Baskin, hanya mempelajari pengaruh pembayaran dividen dan investasi pada *financial leverage* dan melihat pengaruh pembayaran dividen dan *financial leverage* pada tingkat perkembangan investasi. Hasil penelitian tersebut pengaruh terhadap *financial leverage* pada dividen dan *profitability* menunjukkan hubungan negatif sedangkan investasi tidak berpengaruh. Untuk pengaruh terhadap investasi, dividen berpengaruh negatif, *financial leverage* berpengaruh positif namun *profitability* tidak berpengaruh pada investasi.

Kedua peneliti tersebut tidak cukup komprehensif karena tidak mempelajari mengenai pengaruh *financial leverage* dan investasi pada *dividend payout ratio*.

Penelitian yang dilakukan oleh Adedeji (1998) berjudul *Does The Pecking Order Hypothesis Explain The Dividend Payout Ratio of Firm in The UK*, dilakukan untuk menguji hipotesis *pecking order* di United Kingdom (UK) dengan jumlah sample 224 perusahaan pada tahun 1993-1996 dengan melihat keterkaitan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi. Hasil yang diperoleh oleh Adedeji dividen berpengaruh positif terhadap *financial leverage*, pada investasi berpengaruh negatif namun pada *profitability* tidak

berpengaruh. Terhadap *financial leverage*, ternyata dividen dan investasi sama-sama berpengaruh positif namun *profitability* tidak berpengaruh. Sedangkan terhadap investasi, dividen berpengaruh negatif namun untuk *financial leverage* dan *profitability* keduanya tidak berpengaruh.

Wibowo-Erkaningrum (2002) melakukan penelitian berjudul “*Studi keterkaitan antara dividend payout ratio, financial leverage dan investasi dalam pengujian hipotesis pecking order*”. Penelitian ini merupakan replikasi dari Adedeji, namun diterapkan di Indonesia. Karena selama ini perusahaan di Indonesia berpedoman pada *Pecking Order Theory* namun belum pernah dilakukan penelitian tentang hubungan simultan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan *investasi*. Dengan jumlah sample 70 perusahaan manufaktur di Indonesia dari tahun 1991-2000. Metode yang dipakai *Three Stage Least Square (3SLS)* dengan model persamaan simultan. Hasil yang diperoleh untuk pengaruh terhadap *dividend payout ratio*, untuk *financial leverage* dan *profitability* berpengaruh negatif namun untuk investasi tidak berpengaruh. Pengaruh terhadap *financial leverage*, ternyata *dividend payout ratio* dan *profitability* berpengaruh negatif namun investasi berpengaruh positif. Sedangkan pengaruh terhadap investasi menunjukkan hasil bahwa *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan *profitability* tidak berpengaruh.

Nugrahaini (2002), dengan penelitian yang berjudul “Analisis hubungan antara kebijakan *insider ownership*, kebijakan *debt* dan kebijakan dividen secara simultan”. Pengujian hubungan yang interdependensi antara ketiga kebijakan menggunakan model persamaan simultan *three stage least square (3SLS)* dengan

paket komputer yang dipakai untuk mengestimasi dalam penelitiannya dipakai Shazam 7.0. Hasil yang diperoleh, terdapat hubungan secara interdependensi antara kebijakan *ownership*, *debt* dan dividen tetapi terdapat satu variabel yaitu *debt* yang tidak signifikan.

Hermeindito (2003), dengan penelitiannya yang berjudul “*Analisis Leverage dan Dividen dalam Lingkungan Ketidakpastian*” dengan pendekatan *Pecking Order Theory* dan *Balancing Theory*. Sampel yang digunakan perusahaan manufaktur go publik di Indonesia dengan model regresi. Variabel yang diteliti total aktiva, dividen, *profitability*, pertumbuhan penjualan, pertumbuhan aktiva dan resiko perusahaan. Hasil yang diperoleh pada *financial leverage* ternyata dividen, *profitability*, dan *growth* berpengaruh negatif. Sedangkan pada total aktiva tidak berpengaruh terhadap *financial leverage*.

Suhartono (2004), dengan judul penelitian “Pengujian terhadap keterkaitan antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang secara simultan pada perusahaan manufaktur di BEJ”. Variabel endogen kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Sedangkan variabel eksogen : *net organizational capital*, risiko pasar, *growth*, *earning volatility* dan *profitability*. Persamaan simultan yang dilakukan dengan metode *Two Stage Least Square (2SLS)* ini menghasilkan bahwa terbukti adanya hubungan simultan antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Selain itu semua variabel eksogen signifikan terhadap kebijakan dividen maupun kebijakan *debt* kecuali *net organizational capital* dan *growth*.

Imanda-Nasir (2006), penelitiannya berjudul “Analisis persamaan simultan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang dan

kebijakan dividen dalam perspektif teori keagenan". Dengan variabel eksogen : *size*, logaritma natural total ekuitas, *profit*, *free cash flow*, rasio aktiva tetap, kesempatan investasi dan pembelanjaan modal. Persamaan simultan yang dilakukan dengan metode *Two Stage Least Square (2SLS)* ini menghasilkan kesimpulan terdapat hubungan simultan antar semua variabel endogen, walaupun ada beberapa variabel yang signifikan namun adanya arah yang bersesuaian antar masing-masing variabel merupakan cerminan dari adanya hubungan simultan antar variabel.

Dari berbagai penelitian yang telah dilakukan di atas dapat diketahui bahwa penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Hermeindito (2003) mendukung *hypothesis pecking order theory* sedangkan Wibowo-Erkaningrum (2002) sendiri mengatakan bahwa penelitiannya tidak mendukung *hypothesis pecking order theory*. Namun ada juga penelitian lain yang dilakukan oleh Sartono (2001), Migunda (2001) dan Pangeran (2000) mengatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mendukung dan mengikuti *hypothesis pecking order theory*. Sedangkan penelitian yang meneliti keterkaitan atau hubungan simultan antara *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi di Indonesia dalam jangka waktu yang cukup panjang baru dilakukan oleh satu peneliti saja yaitu Wibowo-Erkaningrum (2002) yang hasilnya masih perlu dibuktikan lagi karena hasil akhir penelitian yang tidak sesuai dengan peneliti sebelumnya..

Penelitian ini merupakan replikasi dari Adedeji (1998), namun dengan sample perusahaan-perusahaan di Indonesia. Merujuk dari hasil penelitian

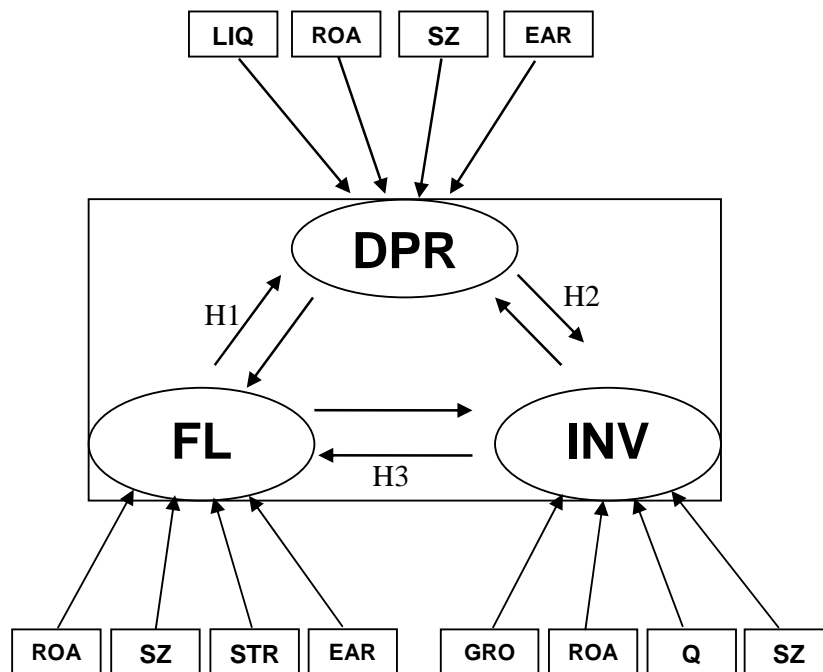
Wibowo-Erkaningrum (2002) yang mengatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak mendukung *hypothesis pecking order theory*, maka penelitian ini dilakukan lagi untuk membuktikan atau mencari kebenaran. Pada Adedeji (1998) dilakukan dengan metode *Three Stage Least Square* (3SLS) namun dalam penelitian ini menggunakan metode *Two Stage Least Square* (2SLS) dengan menggunakan variabel endogen yang sama seperti Adedeji (1998) namun variabel eksogen ada yang berbeda. Variabel endogen terdiri dari *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi. Variabel eksogen dari *dividend payout ratio* : *financial leverage* (FL), investasi (INV), *liquidity* (LIG), *profitability* (ROA), *size* (SZ) dan *earnings change* (EAR). Untuk *financial leverage*, variabel eksogen terdiri dari : *dividend payout ratio* (DPR), investasi (INV), *profitability* (ROA), *size* (SZ), *structure of assets* (STR) dan *earnings change* (EAR). Sedangkan variabel eksogen untuk investasi terdiri dari : *dividend payout ratio* (DPR), *financial leverage* (FL), *growth* (GRO), *profitability* (ROA), *q ratio* (Q), dan *size* (SZ). Selain itu data diambil pada tahun 2004-2005.

Berdasarkan uraian diatas dapat dirangkum hasil-hasil penelitian tersebut pada Tabel 2.1 di bawah ini.

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis

Perbedaan pendapat yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia mengikuti pecking order theory atau tidak mengikuti masih menimbulkan pertentangan. Oleh karena itu akan diuji apakah ada keterkaitan hubungan secara simultan antara variabel *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi yang merupakan bagian *pecking order theory*. Berdasarkan uraian diatas, maka kerangka pikir yang diajukan adalah sebagai berikut :

Gambar 2.1 : Kerangka Pemikiran Teoritis penelitian



Sumber : Baskin (1989), Chang & Rhee (1990), Allen (1993), Adedeji (1998)

2.4 HIPOTESIS

Berdasarkan pada teori-teori yang dikemukakan di atas maka dapat dirumuskan suatu hipotesis yaitu :

H1 : Terdapat hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dan *financial leverage*

H2 : Terdapat hubungan simultan antara *dividend payout ratio* dan investasi

H3 : Terdapat hubungan simultan antara *financial leverage* dan investasi

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

3.1.1 Jenis Data

Dalam penelitian ini data yang dipergunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur tahun 2004-2005 yang sudah dipublikasikan, yang berupa :

- a. neraca yang sudah dipublikasikan periode 2004-2005.
- b. laporan keuangan perusahaan yang lengkap & dipublikasikan periode 2004-2005.
- c. Perusahaan yang membagikan dividen selama periode 2004-2005

3.1.2 Sumber Data

Sumber data dalam penelitian ini berasal dari :

- a. *Indonesia Capital Market Directory* tahun 2004 - 2005.
- b. Laporan keuangan tahunan dan catatan atas laporan keuangan dari tiap-tiap perusahaan.
- c. Jurnal atau publikasi lain yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian ini.

3.2 Populasi dan Sample

Penelitian ini dilakukan dengan mengambil populasi perusahaan manufaktur yang go public dan terdaftar di BEJ. Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau *pooling data (time series*

cross-sectional). *Pooling data* dilakukan dengan menjumlahkan perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian pada periode dua tahun penelitian yaitu tahun 2004 dan 2005. Keunggulan pengumpulan sampel secara *pooling data* dengan diperolehnya jumlah sampel yang lebih besar maka diharapkan dapat meningkatkan *power of test* pada penelitian ini.

Pemilihan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* karena data yang tersedia terbatas dan sampel yang dipilih harus memenuhi kriteria :

- a. Perusahaan manufaktur yang go publik dan terdaftar di BEJ selama periode penelitian.
- b. Perusahaan tersebut harus tetap ada selama periode penelitian yaitu dari tahun 2004 – 2005
- c. Perusahaan tersebut memiliki laporan keuangan dan catatan atas laporan keuangan serta membagikan dividen selama tahun 2004 - 2005.
- d. Tidak memiliki *dividend payout ratio* yang negatif atau lebih besar dari 100. Hal ini dilakukan untuk mengurangi outliers yang mengganggu validitas hasil penelitian.

Berdasarkan pada kriteria ini, jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 37 perusahaan dengan jangka waktu 2 tahun.

3.3 Definisi Operasional Variabel

Berdasarkan pada masalah dan hipotesis yang akan diuji, maka variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini :

3.3.1 Variabel *Endogenous*

Ketiga variabel *endogenous* dan juga variabel *exogenous* pada persamaan simultan lain adalah :

a. *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Dividend Payout Ratio adalah persentase dari pendapatan per lembar saham yang akan dibayar pada pemegang saham sebagai dividen. DPR diproxikan dengan membagi antara *dividend per share* dengan *earning per share* (Adedeji, 98 ; Wibowo, 02)

b. *Financial leverage* (FL)

Financial leverage merupakan aspek resiko perusahaan. Menunjukkan sampai seberapa besar perusahaan menggunakan hutang dalam struktur modalnya. FL diproxikan sebagai perbandingan antara total hutang dengan total asset (Weston-Copeland 92)

c. Pertumbuhan Investasi (INV)

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa-masa yang akan datang. INV diproxikan dengan pengurangan total aset di tahun sekarang (t) dengan tahun lalu (t-1) dibagi total asset tahun lalu (t-1) (Weston-Copeland 92, Adedeji 98, Baskin 89)

3.3.2 Variabel *Exogenous* (*Explanatory*)

Variabel *exogenous* pada penelitian ini dipilih untuk mengendalikan atau mengontrol variabel *endogenous*.

a. Growth Sales (GRO)

Tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi akan membutuhkan dana tinggi pula untuk membiayai pertumbuhan tersebut. GRO diproxikan dengan pengurangan *net sales* di tahun sekarang (t) dengan tahun lalu (t-1) dibagi *net sales* tahun lalu (t-1) (Adedeji 98, Baskin 89, Hermeindito 03)

b. *Liquidity* (LIQ)

Likuiditas diukur dari current ratio, kemampuan dari seluruh aktiva lancar dalam menjamin seluruh hutang lancarnya (Bambang Sudiyatno, 1997). LIQ diproxikan dengan membagi *current asset* dengan *current liabilities* (Weston-Copeland 92).

c. *Profitability* (ROA)

Tingkat profitabilitas masa lalu dari suatu perusahaan haruslah merupakan penentu atau determinan penting atas struktur modal perusahaan yang bersangkutan. ROA diproxikan dengan membagi antara *earning after tax* dengan total aktiva (Weston-Copeland 92, Suhartono 04, Allen 93)

d. *Q Tobin ratio* (Q)

Q Tobin ratio merupakan suatu pertimbangan investasi mana yang akan dipilih, menarik dan menghasilkan nilai yang lebih tinggi (Weston-Copeland). Diproxikan dengan *price to book value*(Adedeji 98, Baskin 89)

e. *Structure of asset* (STR)

Struktur aktiva menunjukkan stuktur aset suatu perusahaan serta menggambarkan sebagian jumlah asset yang dapat dijadikan jaminan (*Collateral value of assets*) sehingga mempengaruhi pembiayaan

(Bringham&Gapensi). STR diproxikan dengan membagi *net fix asset* dengan total asset (Booth et al)

f. *Size (SZ)*

Size merupakan suatu ukuran perusahaan. Apakah tergolong perusahaan kecil, sedang atau besar. SZ dapat diproxikan dengan *the natural logarithm of total assets* (Adedeji 98, Baskin 89, Allen 93)

g. *Earnings change (EAR)*

Perubahan laba sebagai suatu pengukuran kinerja yang dapat merefleksikan terjadinya peningkatan atau penurunan kemampuan perusahaan di masa depan. Diproxikan dengan pengurangan laba operasi tahun ini (t) dengan tahun lalu (t-1) dibagi laba operasi tahun lalu (t-1). (Nurjanti-Erni 03).

Dari uraian diatas, dapat dirangkum dalam Tabel 3.1 seperti yang tampak di bawah ini :

Table 3.1
Definisi Operasional Variabel

NO	JENIS VARIABEL	VARIABEL	SIMBOL	PENGUKURAN
1.	Variabel Endogen	<i>Dividend Payout Ratio</i>	DPR	$\frac{\text{DividendPerShare}}{\text{EarningPerShare}}$
2.	Variabel Endogen	<i>Financial Leverage</i>	FL	$\frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Asset}}$
3.	Variabel Endogen	Pertumbuhan Investasi	INV	$\frac{\text{Tot.Asset (t)- Tot.Asset (t-1)}}{\text{Total Asset (t-1)}}$
4.	Variabel Eksogen	Pertumbuhan Penjualan	GRO	$\frac{\text{Net sales (t)- Net sales (t-1)}}{\text{Net sales (t-1)}}$

5.	Variabel Eksogen	<i>Liquidity</i>	LIQ	$\frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}}$
6.	Variabel Eksogen	<i>Profitability</i>	ROA	$\frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Asset}}$
7.	Variabel Eksogen	<i>Q Tobin Ratio</i>	Q	$\frac{\text{Closing Price}}{\text{Total Asset} - \text{Total Liability}}$
8.	Variabel Eksogen	<i>Strukture of Asset</i>	STR	$\frac{\text{Fix Asset}}{\text{Total Asset}}$
9.	Variabel Eksogen	<i>Size</i>	SZ	Ln Total Asset
10.	Variabel Eksogen	<i>Earnings change</i>	EAR	$\frac{\text{Operating Profit (t)} - \text{(t-1)}}{\text{Operating Profit (t-1)}}$

Sumber: Adedeji, Chang-Ree, Allen, Baskin, Suhartono.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan oleh BEJ melalui Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2006 untuk periode 2004-2005.

3.5 Teknik Analisis

Untuk menjelaskan hubungan antar variabel dan untuk menguji hipotesis yang telah dikembangkan maka digunakan persamaan simultan. Hubungan dua arah atau simultan digunakan apabila perbedaan antara variabel dependen dan independen menjadi rancu atau meragukan. Adalah lebih baik untuk mengumpulkan bersama-sama sejumlah variabel yang dapat ditentukan secara simultan oleh kumpulan variabel sisanya (Gudjarati, 1997).

Dikatakan simultan, karena estimasi ini terdiri dari beberapa model yang memiliki interdependensi antara persamaan satu dengan yang lain. Pada model persamaan simultan, estimasi parameter terhadap satu persamaan harus mempertimbangkan pula informasi yang disediakan oleh persamaan lainnya dalam sisten tersebut (Ghozali, 2006)

Karena ketiga variabel dependen (endogenous) yang dihipotesiskan secara simultan dipengaruhi oleh variabel independen lain (termasuk variabel dependen pada persamaan lain) maka digunakan *two stage least square (2 SLS)* dengan bantuan program SPSS.

Ghozali (2006) berpendapat bahwa bila digunakan regresi biasa (*ordinary least square, OLS*) dimana variabel dependen ditentukan secara simultan, akan menyebabkan taksiran yang bias, tidak konsisten dan akan menghasilkan estimasi yang tidak valid karena pada persamaan simultan variabel penjelas yang berasal dari variabel endogen berkorelasi dengan *error term*. Model OLS juga tidak mampu menggambarkan hubungan timbal balik dalam sistem persamaan simultan. Oleh sebab itu metode 2 SLS lebih tepat digunakan untuk analisis simultan, mengingat dalam analisis ini semua variabel diperhitungkan dengan suatu sistem secara menyeluruh.

Jika *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi saling terkait satu sama lain, maka *dividend payout ratio* haruslah merupakan fungsi dari *financial leverage* dan investasi setelah dilakukan pengontrolan atas faktor-faktor lain. Demikian pula *financial leverage* haruslah merupakan fungsi dari *dividend payout ratio* dan investasi, dan investasi haruslah merupakan fungsi dari *dividend*

payout ratio dan *financial leverage* , setelah dilakukan pengontrolan atas faktor-faktor lain. Untuk menentukan apakah hal ini benar, maka dirumuskan sistem persamaan berikut ini :

$$DPR = \alpha_1 + \beta_1 FL + \beta_2 INV + \beta_3 LIQ + \beta_4 ROA + \beta_5 SZ + \beta_6 EAR + \varepsilon \dots\dots(1)$$

$$FL = \alpha_1 + \beta_1 DPR + \beta_2 INV + \beta_3 ROA + \beta_4 SZ + \beta_5 STR + \beta_6 EAR + \varepsilon \dots\dots(2)$$

$$INV = \alpha_1 + \beta_1 DPR + \beta_2 FL + \beta_3 GRO + \beta_4 ROA + \beta_5 Q + \beta_6 SZ + \varepsilon \dots\dots\dots(3)$$

Dimana : DPR = *dividend payout ratio*
 FL = *financial leverage*
 INV = *investasi*
 GRO = *sales growth*
 LIQ = *liquidity*
 ROA = *profitability*
 Q = *Q ratio*
 STR = *structure of assets*
 SZ = *size*
 EAR = *earnings change*

3.6 Pengujian yang dilakukan

3.6.1 Pengujian Identifikasi

Sebelum melakukan tahap analisis 2 SLS, setiap persamaan harus memenuhi persyaratan identifikasi. Suatu persamaan dikatakan *identified* hanya jika persamaan tersebut dinyatakan dalam bentuk statistik unik dan menghasilkan taksiran parameter yang unik. Berdasarkan hal ini Gujarati (1997) mengatakan bahwa untuk memenuhi syarat tersebut maka suatu variabel pada persamaan satu harus tidak konsisten pada persamaan yang lain. Atau variabel tersebut tidak menghasilkan taksiran yang sama pada persamaan yang lain. Kondisi *identified*

dibagi menjadi dua yaitu : *exactly identified* (tepat identifikasi) dan *over identified* (terlalu identifikasi).

Kondisi ordo untuk identifikasi menyatakan bahwa untuk persamaan yang identifikasi, jumlah total yang tidak dimasukkan dalam persamaan tersebut tetapi dimasukkan dalam persamaan-persamaan lain harus sekurang-kurangnya sejumlah persamaan tadi dikurangi satu. Secara matematik, dapat ditulis sebagai berikut :

$$(K - M) \geq (G - 1)$$

Keterangan : G : jumlah persamaan utama

K : jumlah total variabel dalam tiap model persamaan (endogen dan eksogen)

M : jumlah variabel exogenous pada sebuah persamaan tertentu

Uji Simultanitas (*Simultaneity test*)

Analisis ini dilakukan untuk melihat ada tidaknya hubungan simultan antar persamaan. Analisis ini menguji apakah variabel endogen regressor berkorelasi dengan error atau tidak. Jika persamaan tidak ada hubungan simultanitas (*simultaneity problem*), maka *Ordinary Least Squares* estimator menghasilkan konsisten dan efisien estimator. Namun demikian sebaliknya jika ada hubungan simultan antar persamaan, OLS bukanlah suatu estimator yang efisien dan konsisten. Metode *two stage least square* (2SLS) dan variabel instrumental akan memberikan hasil estimasi yang konsisten dan efisien.(Ghozali, 2006)

Masalah simultanitas timbul karena beberapa variabel endogen *regressor* berkorelasi dengan *error* atau *disturbance* Sehingga langkah ini bisa digunakan untuk menentukan apakah metode 2SLS bisa dilakukan atau tidak. Hausman

mengajukan suatu uji yang disebut *Hausman's specification error test* (Ghozali, 2006).

Langkah Uji Hausman :

- a. Untuk persamaan pertama, regres persamaan *financial leverage* (FL) dan investasi (INV) untuk mendapatkan nilai *predicted error* masing-masing. Kemudian masukkan nilai *predicted error financial leverage* (FL) dan investasi (INV) tersebut ke dalam persamaan *dividend payout ratio* (DPR).
- b. Persamaan kedua, regres persamaan DPR dan INV untuk mendapatkan nilai *predicted error* masing-masing. Kemudian masukkan nilai *predicted error* tersebut ke dalam persamaan FL.
- c. Persamaan ketiga, regres persamaan DPR dan FL untuk mendapatkan nilai *predicted error* masing-masing. Kemudian masukkan nilai *predicted error* tersebut ke dalam persamaan INV.

Jika dengan uji Hausman ke tiga variabel menunjukkan ada hubungan simultan, kemudian harus diuji dengan uji *two stage least square* (2SLS).

3.6.3 Uji *two stage least square* (2 SLS)

Setelah melalui uji Hausman dan sudah dinyatakan ada hubungan simultan, langkah 2 SLS bisa dilakukan. Biasanya langkah ini untuk melihat lebih jelas lagi mengenai hubungan simultan yang bagaimana, apakah berpengaruh pada satu arah saja atau pada dua arah sekaligus.

Pada kasus dimana persamaan *overidentified*, maka metode *reduced form* tidak dapat digunakan untuk memperoleh *exact* estimasi secara tidak langsung oleh karena akan ada lebih dari satu solusi untuk memperoleh postulat parameter

asli α dan β dari estimasi koefisien persamaan reduced form. Solusinya harus menggunakan metode *two stage least squares (2SLS)* (Ghozali, 2006).

Langkah Uji *two stage least square (2 SLS)* :

Regres masing-masing persamaan *dividend payout ratio (DPR)*, *financial leverage (FL)* dan investasi (INV) dengan memasukkan variabel dependen, independent dan instrumental pada tempat masing-masing sehingga diperoleh hasil *two stage least square*.

(Variabel instrumental adalah variabel eksogen yang tidak berkorelasi dengan error atau residualnya)

Jika hasil yang diperoleh signifikan, berarti ada pengaruh pada variabel tersebut terhadap variabel dependennya.