

**INTERDEPENDENSI ANTARA KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN HUTANG,
DAN KEBIJAKAN INVESTASI PADA SAHAM LQ-45**

ARTIKEL ILMIAH

**Diajukan untuk Memenuhi Salah Satu Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Strata Satu
Jurusan Manajemen**



Oleh :

NORANI SETYO FITRI

Nim : 2010210740

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2014**

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Norani Setyo Fitri
Tempat, Tanggal Lahir : Lamongan, 10 April 1992
N.I.M : 2010210740
Jurusan : Manajemen
Program Pendidikan : Strata 1
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Judul : Interdependensi antara Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang,
dan Kebijakan Investasi pada Saham LQ-45

Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,
Tanggal : 14 April 2014



(Meliza Silvy, S.E., M.Si)

Ketua Program S1 Manajemen,
Tanggal : 14 April 2014



(Meliza Silvy, S.E., M.Si)

INTERDEPENDENSI ANTARA KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN HUTANG, DAN KEBIJAKAN INVESTASI PADA SAHAM LQ-45

Norani Setyo Fitri
STIE Perbanas Surabaya
Email : noranisetyofitri@gmail.com

Mellyza Silvy
STIE Perbanas Surabaya
Email : Meliza.perbanas.ac.id
Jl. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

ABSTRACT

This study aims to examine the interdependence among dividend policy , debt policy and investment policy in LQ - 45 . The variables are used in this study consists of a dividend policy , debt policy , investment policy as the dependent variable and profitability , firm growth, liquidity , firm size , asset structure as an instrumental variable . This study uses secondary data which are financial statements of companies listed on the Indonesia Stock Exchange with period of observation from 2008-2011. The sampling technique uses purposive sampling method. The analysis technique which is used in this research is a regression analysis 2SLS (two stage least squares). Based on the result of this research shows there is no interdependence between dividend policy with debt policy, there is no interdependence relationship between debt policy with investment policy and there is no interdependence between investment policy with dividend policy .

Keywords: *Dividend Policy, Debt Policy, Investment Policy.*

PENDAHULUAN

Era globalisasi ekonomi, tingkat inflasi yang semakin tidak pasti dan berubah-ubah setiap waktunya memaksakan setiap perusahaan harus menyesuaikan dan mulai membenahi kinerja serta pengelolaan manajemen perusahaannya. Ini tercermin pada manajer keuangan juga berperan aktif dalam pengambilan keputusan-keputusan keuangan secara cepat dan efisien. Keputusan tersebut meliputi keputusan atau kebijakan investasi, kebijakan hutang dan kebijakan dividen karena berhubungan langsung dengan nilai perusahaan serta kesejahteraan investor. Ketiga kebijakan tersebut saling berkaitan dan setiap keputusan keuangan yang diambil akan

mempengaruhi pada keputusan-keputusan keuangan lainnya. Dari situlah dapat terlihat kemungkinan adanya saling mempengaruhi (interdependensi) antara ketiga kebijakan keuangan sekaligus yaitu kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi.

Pada kebijakan investasi akan ditentukan keputusan yang berkaitan dengan pengalokasian dana yang bersumber dari dalam dan luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Perusahaan melakukan investasi dengan harapan akan mendapatkan keuntungan yang cukup dimasa yang akan datang. Perlu diingat kembali tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau

memaksimalkan nilai perusahaan melalui maksimisasi harga saham, jadi investasi bisa menghasilkan laba, selanjutnya dari laba tersebut dibuat keputusan berapa besar laba yang bisa kembali diinvestasikan dalam bentuk laba ditahan dan yang dibagikan kepada para pemegang saham. Pembagian dividen tersebut dikenal dengan kebijakan dividen.

Pembagian dividen juga akan ditentukan melalui kebijakan dividen yaitu apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk investasi di masa datang. Bila perusahaan tersebut perusahaan lebih memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka laba ditahan yang ada di perusahaan akan sedikit dan juga akan mengurangi sumber dana internal perusahaan, namun hal itu akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Dalam membuat keputusan pembagian laba harus dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Sehingga manajemen sering mengalami kesulitan dalam menentukan porsi atau presentase laba yang dibagikan dalam bentuk dividen dan laba yang ditahan, yang kemudian akan diinvestasikan pada proyek yang menguntungkan.

Kebijakan yang penting dalam mempengaruhi keputusan lainnya adalah kebijakan hutang. Kebijakan tersebut erat kaitannya dengan sumber-sumber pendanaan atau struktur modal yang digunakan oleh perusahaan. Sumber tersebut bisa berasal dari dalam yaitu berupa laba ditahan dan luar perusahaan berasal dari hutang atau penerbitan saham baru. Hutang adalah relevan karena penggunaan hutang akan menekan konflik yang disebabkan oleh penggunaan ekuitas dari luar. Maka dari itu perlu membuat suatu keputusan sumber pendanaan yang tepat apakah menggunakan dari internal atau eksternal atau kedua-duanya disamping itu harus memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkan.

Karena setiap sumber dana akan mempunyai konsekuensi dan karakteristik *financial* yang berbeda. Dengan adanya kebijakan pendanaan, diharapkan perusahaan terhindar dari masalah keagenan. Penggunaan hutang ini akan menimbulkan biaya bunga, dimana peningkatan biaya bunga akan menyebabkan laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham akan semakin kecil. Sebagai akibat dari kebijakan ini perusahaan akan menghadapi biaya keagenan dan risiko kebangkrutan.

Kebijakan-kebijakan tersebut sangat berkaitan dan beberapa penelitian telah dilakukan yang menyangkut hal itu seperti pengujian interdependensi antara keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen oleh Linda Purnamasari, Sri Lestari Kurniawati dan Melliza Silvi (2009). Berdasarkan hasil penelitian tersebut ditemukan adanya interdependensi antara keputusan pendanaan dengan keputusan dividen tapi tidak terdapat interdependensi juga antara keputusan investasi dengan keputusan pendanaan dan antara keputusan investasi dengan keputusan dividen. Sedangkan, Pada penelitian lainnya yang dilakukan Yuniningsih (2002) juga pernah melakukan pengujian terhadap interdependensi antara kebijakan *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi pada perusahaan manufaktur. Penelitian tersebut menemukan adanya interdependensi diantara ketiganya. Dari penelitian yang dilakukan diatas maka dilakukannya kembali penelitian yang akan dikembangkan lebih lanjut dan penulis tertarik untuk melakukan penelitian yang sama namun pada sampel dan periode yang berbeda. Hal tersebut dilakukan untuk mengetahui atau menguji hubungan interdependensi antara kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi pada saham LQ-45 pada periode 2008-2011.

LANDASAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kebijakan Dividen

Menurut Brigham dan Houston (2006: 32), mendefinisikan kebijakan dividen adalah “Keputusan mengenai seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen pengganti dari investasi yang ditanamkan dan berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali didalam perusahaan”. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang akan ditahan dan selanjutnya mengurangi sumber dana internal. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar. Kebijakan dividen ini sangat penting bagi perusahaan, karena pembayaran dividen mungkin mempengaruhi nilai perusahaan dan laba ditahan yang biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan. Menurut Agus Sartono (2001: 281) bahwa kebijakan dividen ini harus dianalisa dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan atau penentuan struktur modal secara keseluruhan.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya dan merupakan kebijakan yang menyangkut komposisi dana yang akan digunakan oleh perusahaan. Kebijakan ini dipilih oleh manajemen apabila laba yang dihasilkan ternyata tidak cukup untuk membiayai ekspansi perusahaan. Sumber dana tersebut dapat diperoleh dari dalam perusahaan atau luar perusahaan. Sumber dana dari dalam perusahaan dapat berasal dari laba yang tidak dibagikan atau dari penerbitan saham baru. Sedangkan dari luar perusahaan biasanya dalam bentuk hutang. Apabila perusahaan menggunakan hutang, maka perusahaan tersebut dihadapkan pada dua pilihan. Perusahaan dapat membayar hutang itu pada saat jatuh

tempo dan menggantikannya dengan jenis surat berharga lainnya atau perusahaan dapat memutuskan untuk melunasi hutang tersebut. Jika keputusannya adalah untuk membayar hutang tersebut, maka ini biasanya memerlukan penyimpanan laba. Dana yang berasal dari hutang pasti akan mempunyai biaya yakni minimum sebesar tingkat bunga. Tapi pada saat perusahaan menggunakan modal sendiri, perusahaan juga harus mempertimbangkan *opportunity cost* bagi modal sendiri. Dengan demikian, pelunasan hutang perusahaan akan mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan dari sisi likuiditas.

Penggunaan juga hutang akan mengurangi aliran kas dalam perusahaan dan akan mengurangi pemborosan yang dilakukan manajer. Akan tetapi pembiayaan melalui hutang akan menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pemberi hutang. Pemberi hutang khawatir pemegang saham akan mencoba mengambil-alih kekayaan dengan cara meningkatkan risiko mereka melalui pengurangan prioritas, yaitu manajemen akan mendahulukan kepentingan kreditur dari pada membagikan deviden.

Kebijakan Investasi

Kebijakan investasi merupakan kebijakan yang menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi (Linda Purnamasari *et al*, 2009). Dengan kata lain, investasi macam apa yang paling baik bagi perusahaan. Secara garis besar kebijakan investasi dapat dikelompokkan ke dalam investasi jangka pendek seperti misalnya investasi dalam kas, persediaan, piutang dan surat berharga maupun investasi jangka panjang dalam bentuk gedung peralatan produksi, tanah, kendaraan dan aktiva tetap lainnya. Kebijakan investasi ini akan tercermin dalam neraca perusahaan. Keputusan investasi dimulai dengan identifikasi peluang investasi, yang sering disebut dengan proyek investasi modal. Manajer

keuangan harus membantu perusahaan mengidentifikasi proyek-proyek yang menjanjikan dan memutuskan berapa banyak akan diinvestasikan dalam proyek.

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.

Interdependensi antara Kebijakan Dividen dengan Kebijakan Hutang

Interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang dapat didasarkan dari hasil-hasil penelitian yang telah dilakukan Suhartono (2004) dan Putu Anom (2002) yang menyatakan bahwa adanya interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang adapun yaitu bahwa dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang dan begitupun sebaliknya. Hal tersebut berarti semakin besarnya dividen yang dibagikan maka berakibat pula dengan bertambahnya hutang tapi pada penelitian yang dilakukan oleh Linda Purnamasari *et al* (2009) bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang yang artinya semakin besar dividen yang dibagikan berdampak pada semakin berkurangnya sumber pendanaan terutama dari internal perusahaan. Sedangkan Yuningsih (2002) dari hasil penelitiannya tidak terdapat interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang. Siregar (2005) juga menyatakan adanya interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan secara positif, jadi apabila perusahaan memutuskan untuk membayar dividen, maka dana internal tidak bisa lagi mencukupi untuk menjalankan kegiatan operasional lainnya dan hal tersebut menuntut perusahaan

untuk meminjam uang atau berhutang guna mencukupi sumber pendanaan. Berdasarkan pada telaah literature dan hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis yang dapat dirumuskan sebagai berikut ini:

H_1 : terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang pada saham LQ-45.

Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Investasi

Menurut Yuningsih (2002) bahwa diantara kebijakan hutang dengan kebijakan investasi terdapat interdependensi hal tersebut mempunyai koefisien secara positif, yang artinya hutang akan akan bertambah ketika investasi melebihi *retained earning* (laba ditahan) dan hutang berkurang jika investasi kurang dari *retained earning*. Semakin besar kesempatan investasi akan semakin besar perusahaan melakukan pinjaman pada pihak eksternal karena *internal equity* tidak mencukupi. Adanya interdependensi tersebut juga didukung dengan penelitian yang dilakukan dengan Siregar (2005) dan berbeda juga dengan hasil yang ditemukan oleh Linda Purnamasari *et al* (2009) yang tidak menemukan adanya interdependensi antara kebijakan hutang dengan kebijakan investasi. Berdasarkan pada hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

H_2 : terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan hutang dengan kebijakan investasi pada saham LQ-45.

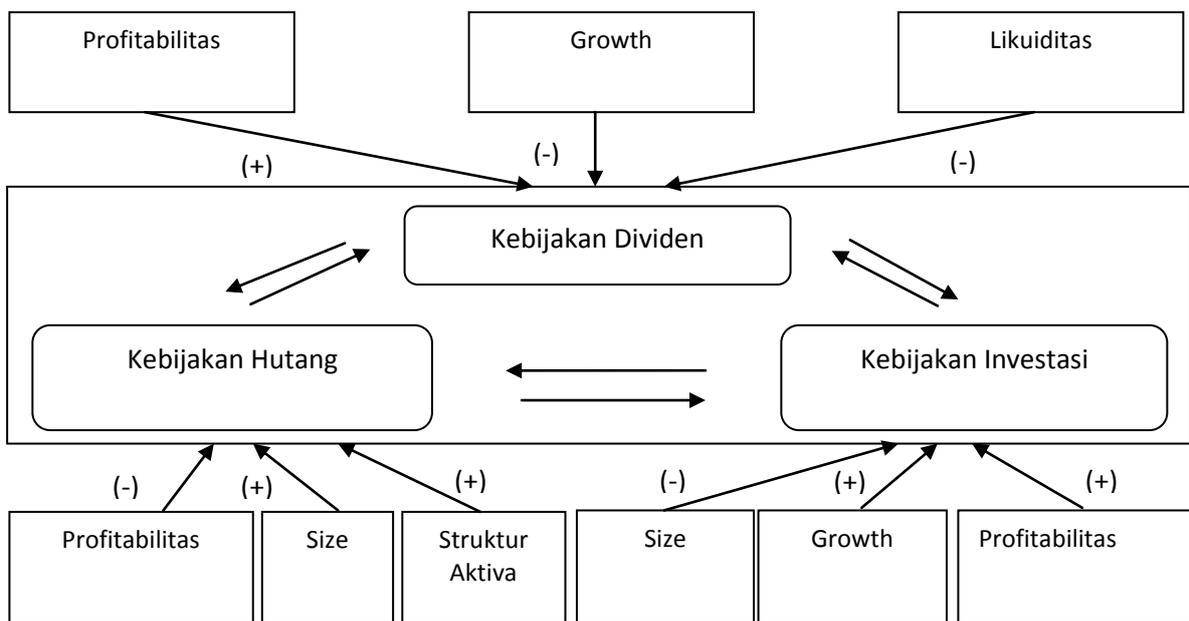
Interdependensi antara Kebijakan Investasi dengan Kebijakan Dividen

Kebijakan investasi dengan kebijakan dividen pada penelitian yang dilakukan oleh Siregar (2005) dan Linda Purnamasari (2009) yaitu tidak menemukan adanya interdependensi diantara kedua variabel tersebut. Sedangkan pada penelitian dari Yuningsih (2002) yaitu terdapat interdependensi diantara kebijakan investasi dengan kebijakan dividen secara

negatif yang berarti bahwa perusahaan yang sedang menghadapi kesempatan investasi tinggi, terutama akan memenuhi *internal equity* terlebih dahulu yang berasal dari laba ditahan. Hal tersebut menimbulkan prosentase laba ditahan lebih besar daripada prosentase laba yang akan dibagikan sebagai dividen, sehingga akibatnya dividen yang dibagikan menjadi rendah atau sedikit. Begitu pula jika perusahaan membagikan dividen yang

terlalu besar juga akan mengakibatkan *retained earning* menjadi lebih rendah dan mengakibatkan perusahaan tidak bisa menggunakan kesempatan investasi secara maksimal. Berdasarkan pada hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis yang dapat dirumuskan sebagai berikut :

H₃ : terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan investasi dengan kebijakan dividen pada saham LQ-45.



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang tercatat pada saham LQ-45 periode 2008-2011. Populasi tersebut dipilih karena saham di LQ-45 adalah saham yang masuk dalam ranking 45 (empat puluh lima) besar dari total transaksi saham di pasar reguler, sehingga saham-saham tersebut aktif diperdagangkan dan likuid. Metode pengambilan sampel (*sampling*) yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *purposive sampling*

yaitu pemilihan sampel berdasarkan kesesuaian karakteristik dengan kriteria sampel yang telah ditentukan sebelumnya. Kriteria yang digunakan antara lain : (1) Perusahaan tercatat pada saham LQ-45 pada periode 2008-2011, (2) Perusahaan tidak termasuk sektor industri keuangan (Bank, Asuransi dan Lembaga Keuangan), (3) Perusahaan tersebut membayar dividen pada periode 2008-2011. Dari hasil pemilihan observasi, maka diperoleh 108 observasi yang dijadikan sampel penelitian dan sesuai dengan kriteria pemilihan sampel.

Data Penelitian

Penelitian ini mengambil sampel pada perusahaan yang terdaftar pada saham LQ-45 yang sudah ditentukan kriterianya selama periode 2008-2011. Jenis data dari penelitian ini adalah kuantitatif dan sumber data dari penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data olahan dari sumber lain yang diperoleh dari studi kepustakaan, penelitian sebelumnya, dan internet serta literatur yang menunjang penelitian ini. Data-data yang digunakan pada penelitian ini berdasarkan laporan per tahun atau setiap akhir tahun. Data yang digunakan dalam penelitian ini dikumpulkan dengan metode dokumentasi. Dokumentasi merupakan proses perolehan dokumen dengan mengumpulkan dan mempelajari dokumen-dokumen dan data-data yang diperlukan. Data-data tersebut diperoleh di *Indonesian Capital Market Directory* 2008-2011 atau www.idx.co.id yang merupakan *website* atau situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) dan saham LQ-45 tahun 2008-2012 serta publikasi-publikasi lainnya yang berhubungan dengan penelitian ini.

Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel dependen yang terdiri atas kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi. Sedangkan untuk variabel instrumentalnya adalah profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, likuiditas, ukuran perusahaan dan struktur aktiva.

Definisi Operasional Variabel

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah seberapa besar laba bersih setelah pajak perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham yang dikenal dalam bentuk dividen tunai. Variabel ini dihitung menggunakan dividen per lembar saham dibagi laba per lembar saham.

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

Keterangan :

DPR = Rasio pembayaran dividen

DPS = Dividen per lembar saham

EPS = Laba per lembar saham

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya dan merupakan kebijakan yang menyangkut komposisi dana yang akan digunakan oleh perusahaan. Kebijakan hutang ini dapat diukur dari hasil rasio DER (*Debt to Equity Ratio*).

$$DER = \frac{Total Liabilities}{Total Equity}$$

Keterangan :

DER = Rasio pengukuran kebijakan hutang

Total Liabilities = Total Hutang jangka pendek dan jangka panjang

Total Equity = Total Ekuitas pada tahun tersebut

Kebijakan Investasi

Kebijakan investasi merupakan kebijakan yang menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Kebijakan investasi dapat diukur melalui proksi yaitu proksi IOS adalah CPA/BVA atau *Ratio Capital Expenditure to Book Value Asset*. Proksi IOS berbasis investasi menunjukkan tingkat aktivitas yang tinggi.

$$IOS = \frac{Pertumbuhan Aktiva}{Total Aktiva X-1}$$

Keterangan :

Pertumbuhan Aktiva = Total Aktiva

Tahun x – Total Aktiva tahun $x-1$

Total Aktiva Tahun x = Total aktiva pada tahun tersebut

Total Aktiva tahun $x-1$ = Total aktiva pada tahun sebelumnya

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk mendapatkan laba (keuntungan) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu dalam suatu periode tertentu. Variabel ini diukur menggunakan rasio ROA (*Return on Asset*).

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total Aset}}$$

Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size* dan dijadikan sebagai salah satu tolok ukur keberhasilan perusahaan. Variabel ini diukur dengan menggunakan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan.

$$\text{Growth} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

Keterangan :

S_t : Penjualan pada tahun ke t (pada tahun tersebut)

S_{t-1} : Penjualan pada tahun ke t-1 (pada tahun sebelumnya)

Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya tepat pada waktunya. Variabel ini diukur dengan menggunakan rasio yaitu *current ratio*.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran Perusahaan (*Size*) adalah tingkat penjualan, jumlah tenaga yang terlibat dan total asset atau menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Secara matematis variabel *size* dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Size} = \ln TA$$

Keterangan :

Size = Ukuran perusahaan

\ln = *Log natural*

TA = *Total assets* (total aktiva)

Struktur Aktiva

Struktur Aktiva merupakan dan berhubungan dengan jumlah aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan terhadap total aktiva yang diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Struktur Aktiva} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}}$$

Alat Analisis

Pengolahan data dilakukan untuk masing-masing variabel yang diteliti pada masing-masing perusahaan yang dijadikan sampel dan kemudian dilakukan tahapan analisis sebagai berikut : (1) Menghitung variabel yang diteliti meliputi variabel dependen dan instrumental dengan menggunakan rumus yang sudah ada, (2) Sebelum melakukan tahap analisis 2SLS (*two stage least square*), setiap persamaan harus memenuhi persyaratan identifikasi. Kondisi untuk identifikasi persamaan dapat diperoleh atau ditentukan menggunakan rumus berikut ini :

$$K - k \geq m - 1$$

Keterangan :

K = Jumlah total variabel (endogen dan eksogen/instrumental) dalam model

k = Jumlah variabel eksogen (instrumental) dalam persamaan tertentu

m = Jumlah persamaan

Kriteria Identifikasinya adalah :

$(K-k) > (m-1)$ = yaitu menunjukkan bahwa persamaan dalam kondisi *over identified*.

$(K-k) = (m-1)$ = yaitu menunjukkan bahwa persamaan dalam kondisi *exactly identified*.

$(K-k) < (m-1)$ = yaitu menunjukkan bahwa persamaan dalam kondisi *under identified*.

Adapun persamaan yang ada dalam penelitian ini adalah :

$$\text{Persamaan (1) DPR : } Y_1 = a_0 + a_1 X_1 + a_2 X_2 + a_3 X_3 + a_4 Y_2 + a_5 Y_3 + e_1$$

$$\text{Persamaan (2) DER : } Y_2 = b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_4 + b_3 X_5 + b_4 Y_1 + b_5 Y_3 + e_2$$

$$\text{Persamaan (3) IOS : } Y_3 = c_0 + c_1 X_1 + c_2 X_2 + c_3 X_4 + c_4 Y_1 + c_5 Y_2 + e_3$$

Pada penelitian ini yang termasuk ke dalam variabel dependen adalah

kebijakan dividen (Y_1), kebijakan hutang (Y_2), kebijakan investasi (Y_3). Sedangkan variabel instrumental adalah profitabilitas (X_1), pertumbuhan perusahaan (X_2), likuiditas (X_3), ukuran perusahaan (X_4), struktur aktiva (X_5). Dengan menggunakan persamaan identifikasi yang telah disusun diatas, maka model persamaan dapat diuji identifikasinya seperti berikut ini :

Tabel 1
Uji Identifikasi dari Persamaan 2SLS

Persamaan	K – k	m – 1	Hasil	Keterangan
(1) DPR	8 – 5	3 – 1	3 > 2	<i>Over Identified</i>
(2) DER	8 – 5	3 – 1	3 > 2	<i>Over Identified</i>
(3) IOS	8 – 5	3 – 1	3 > 2	<i>Over Identified</i>

Sumber : Data diolah

Berdasarkan pada tabel 1 diketahui bahwa persamaan dividen, hutang dan investasi pada kondisi *over identified*. Berarti kondisi ini memenuhi criteria persyaratan identifikasi persamaan, maka selanjutnya dapat dilakukan pengujian dengan menggunakan two stage least square (2SLS). Langkah Uji *two stage least square* (2SLS) (Linda Purnamasari *et al*, 2009): (1) Regresi masing-masing persamaan Y_1 , Y_2 dan Y_3 dengan memasukkan variabel dependen, variabel *explanatory* dan variabel instrumental pada tempat masing-masing persamaan sehingga diperoleh hasil *two stage least square* (2SLS). (2) Jika hasil yang diperoleh signifikan berarti ada pengaruh pada variabel tersebut terhadap variabel dependennya. Dikatakan signifikan jika nilai dari signifikansi T atau signifikansi F nya lebih kecil dari alfa yang telah ditentukan (signifikan < alfa). (3) Untuk mengetahui terjadinya hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang, kebijakan hutang dengan kebijakan investasi, dan kebijakan investasi dengan dividen maka bisa dilihat pada tabel *coeffecients* hasil pengujian 2SLS pada ketiga model

persamaan yang telah ditentukan. Apabila terjadi hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang, bisa ditentukan dari hasil pengujian 2SLS-nya yaitu melihat nilai dari signifikan dari dua arah yaitu nilai signifikan kebijakan hutang pada model persamaan kebijakan dividen atau persamaan 1 (satu) dan juga melihat nilai signifikan dari kebijakan dividen pada persamaan kebijakan hutang atau persamaan 2 (dua). Jika hasil dari kedua arah variabel itu sama-sama menunjukkan berpengaruh secara signifikan maka terjadi hubungan interdependensi diantara keduanya. Hal tersebut juga digunakan untuk melihat interdependensi pada variabel lainnya yang sudah ditentukan.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Analisis dan Pembahasan

Dalam pengujian ada atau tidaknya interdependensi antara kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi, maka digunakan 3 model persamaan yaitu persamaan kebijakan dividen (DPR), persamaan kebijakan hutang (DER),

persamaan kebijakan investasi (IOS). Pengujian ketiga persamaan tersebut menggunakan *two stage least square*

(2SLS) dengan program SPSS versi 21 yang hasilnya dapat dilihat pada tabel 2, 3, dan 4.

Tabel 2
Hasil Uji 2SLS Persamaan (1), Variabel Dependen : *Dividend Payout Ratio (DPR)*

Explanatory Variabel	Koefisien	Nilai t	Signifikasi
Constanta	0,388	0,772	0,442
ROA	0,360	0,355	0,723
GROWTH	0,676	0,424	0,673
CR	0,012	0,356	0,722
DER	0,128	0,637	0,526
IOS	-1,313	-0,476	0,635
F = 0,357 Signifikansi F = 0,877 Keterangan : * signifikan pada alfa atau α 0,05		R Square = 0,017 Adjusted R Square = -0,031	

Sumber : Data diolah

Berdasarkan tabel 2 diatas bahwa pada persamaan *dividend payout ratio (DPR)* diperoleh nilai signifikasi 0,877 yaitu yang artinya lebih besar dari probabilitas atau dari nilai alfa (tingkat kepercayaan) sebesar 0,05 ($0,877 > 0,05$) maka profitabilitas (ROA), pertumbuhan perusahaan (*GROWTH*), likuiditas (CR), *debt to equity ratio* (DER) dan *investment opportunity set* (IOS) secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio (DPR)*.

Adapun secara parsial nilai signifikan untuk variabel profitabilitas (ROA) yaitu 0,723 lebih besar dari alfa 0,05 dan t_{hitung} sebesar $0,355 < 1,646$ artinya profitabilitas (ROA) tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel kebijakan dividen (DPR). Berdasarkan nilai beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel profitabilitas memiliki arah pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen. Signifikan variabel pertumbuhan perusahaan (*GROWTH*) $0,673 > 0,05$ dan t_{hitung} sebesar 0,424 yang lebih kecil daripada t_{tabel} 1,646 hal ini berarti variabel pertumbuhan perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel

kebijakan dividen (DPR), sedangkan berdasarkan nilai estimasi beta (β) dapat dikatakan variabel profitabilitas memiliki arah pengaruh positif.

Pada variabel likuiditas (CR) mempunyai nilai signifikan sebesar 0,722 $> 0,005$ dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ ($0,356 < 1,646$) maka likuiditas juga tidak mempunyai pengaruh terhadap variabel kebijakan dividen, lain halnya dengan nilai beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel likuiditas memiliki arah pengaruh yang positif kebijakan dividen. Sementara itu nilai t_{hitung} dari variabel kebijakan hutang (DER) yaitu $0,637 < 1,646$ dengan nilai signifikannya sebesar $0,526 > 0,005$, hal tersebut berarti kebijakan hutang tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel kebijakan dividen, sedangkan berdasarkan nilai beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel kebijakan hutang memiliki arah pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen. Hasil dari pengujian parsial variabel kebijakan investasi (IOS) terdapat nilai t_{hitung} sebesar -0,476 yang lebih kecil dari t_{tabel} yaitu 1,646 dan signifikan sebesar $0,635 > 0,005$ berarti kebijakan investasi tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen, sementara itu

berdasarkan nilai beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel kebijakan investai

memiliki arah pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen

Tabel 3
Hasil Uji 2SLS Persamaan (2), Variabel Dependen : Debt to Equity Ratio (DER)

Explanatory Variabel	Koefisien	Nilai t	Signifikasi
Constanta	-4,280	-0,258	0,797
ROA	8,863	0,107	0,915
SIZE	1,037	0,172	0,864
STRA	3,373	0,141	0,888
DPR	-32,981	-0,137	0,891
IOS	-1,053	-0,078	0,938
F = 0,047 Signifikansi F = 0,999 Keterangan : * signifikan pada alfa atau α 0,05		R Square = 0,002 Adjusted R Square = -0,047	

Sumber : Data diolah

Berdasarkan hasil uji 2SLS pada tabel 3 diatas, pada persamaan kebijakan hutang diperoleh nilai signifikan 0,999 yang artinya lebih besar dari nilai alfa (tingkat kepercayaan) 0,05 ($0,999 < 0,05$), artinya variabel *explanatory (predictor)* yaitu profitabilitas (ROA), ukuran perusahaan (SIZE), struktur aktiva (STRA), kebijakan dividen (DPR) dan kebijakan investasi (IOS) secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang (DER).

Secara parsial variabel profitabilitas (ROA) memperoleh nilai signifikan $0,915 > 0,05$ dan $t_{hitung} 0,107 < t_{tabel} 1,646$ maka dari itu variabel profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang sedangkan berdasarkan nilai estimasi beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel profitabilitas memiliki arah pengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan pada variabel ukuran perusahaan yaitu hasil $t_{hitung} 0,172$ yang lebih besar daripada $t_{tabel} 1,646$ dan nilai signifikannya $0,864 > 0,05$ yang artinya bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, selain itu

dilihat dari nilai estimasi beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki arah pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang. Untuk variabel struktur aktiva mempunyai nilai signifikan sebesar $0,888 > 0,05$ dan $t_{hitung} < t_{tabel} (0,141 < 1,646)$, hal tersebut menunjukkan variabel struktur aktiva tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan berdasarkan pada nilai estimasi beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel struktur aktiva memiliki arah pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang.

Adapun nilai signifikan variabel kebijakan dividen $0,891 > 0,005$ dan nilai $t_{hitung} -0,137$ lebih kecil daripada t_{tabel} sebesar 1,646 jadi kebijakan dividen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang, sementara itu berdasarkan hasil tabel diatas nilai estimasi beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel kebijakan dividen memiliki arah pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Nilai signifikan kebijakan investasi 0,938 lebih besar daripada nilai alfa 0,05 dan nilai t_{hitung} lebih kecil daripada $t_{tabel} (-0,078 < 1,646)$ yang berarti variabel kebijakan investasi tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan

hutang, adapun berdasarkan hasil tabel diatas nilai estimasi beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel kebijakan

investasi memiliki arah pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Tabel 4
Hasil Uji 2SLS Persamaan (3), Variabel Dependen : *Investment Opportunity Set (IOS)*

Explanatory Variabel	Koefisien	Nilai t	Signifikasi
Constanta	0,066	0,084	0,933
ROA	-0,061	-0,071	0,944
GROWTH	0,549	3,557	*0,001
SIZE	0,019	0,275	0,784
DPR	-0,618	-0,526	0,600
DER	-0,024	-0,091	0,928
F = 5,217 Signifikansi F = *0,000 Keterangan : * signifikan pada alfa atau α 0,05		R Square = 0,204 Adjusted R Square = 0,165	

Sumber : Data diolah

Pada tabel 4 diatas, dapat diperoleh hasil dari persamaan kebijakan investasi (IOS) yaitu nilai signifikan pada uji tersebut lebih kecil daripada nilai alfa sebesar $0,000 < 0,05$. Hal tersebut mengindikasikan bahwa variabel *explanatory (predictor)* seperti profitabilitas (ROA), pertumbuhan perusahaan (*GROWTH*), ukuran perusahaan (*SIZE*), kebijakan dividen (DPR) dan kebijakan hutang (DER) secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel kebijakan investasi (IOS). Adapun pengaruh secara bersama-sama tersebut memberikan kontribusi sebesar 20,4% (*R Square* = 0,204) sedangkan sisanya 79,6% dipengaruhi oleh variabel-variabel lain diluar model penelitian.

Secara parsial dari hasil uji 2SLS dapat dilihat untuk variabel *explanatory (predictor)* yaitu profitabilitas menunjukkan nilai signifikan yaitu 0,944 yang lebih besar daripada alfa 0,05 dan $t_{hitung} < t_{tabel}$ ($-0,071 < 1,646$), maka profitabilitas tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan investasi, sedangkan berdasarkan nilai estimasi beta (β) dapat dikatakan profitabilitas memiliki arah pengaruh negatif terhadap kebijakan investasi.

Pertumbuhan perusahaan menunjukkan hasil yang $t_{hitungnya}$ 3,557 lebih besar daripada t_{tabel} 1,646 dan nilai signifikannya sebesar $0,001 < 0,05$, hasil tersebut artinya variabel pertumbuhan perusahaan secara parsial mempunyai pengaruh secara yang signifikan terhadap kebijakan investasi, adapun berdasarkan nilai estimasi beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan memiliki arah pengaruh positif terhadap kebijakan investasi. Sedangkan untuk variabel ukuran perusahaan diperoleh nilai signifikan 0,784 yang lebih besar dari 0,05 serta t_{hitung} 0,275 $< 1,646$ hal tersebut berarti ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan investasi dan berdasarkan nilai estimasi beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki arah pengaruh positif terhadap kebijakan investasi.

Kebijakan dividen pada hasil uji diatas mempunyai nilai t_{hitung} -0,526 $< t_{tabel}$ 1,646 dan nilai signifikannya sebesar $0,600 > 0,05$ yang berarti variabel kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan investasi, sedangkan berdasarkan nilai estimasi beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel kebijakan

dividen memiliki arah pengaruh negatif terhadap kebijakan investasi. Variabel dalam persamaan diatas yang terakhir yaitu kebijakan hutang yang memperoleh nilai signifikan 0,928 lebih besar daripada alfa 0,05 dan t_{hitung} lebih kecil daripada t_{tabel} ($-0,091 < 1,646$) maka dari itu variabel kebijakan hutang tidak mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel kebijakan investasi dan berdasarkan pada nilai estimasi beta (β) dapat dikatakan bahwa variabel kebijakan hutang memiliki arah pengaruh negatif terhadap kebijakan investasi.

Berdasarkan hasil pengujian *two stage least square* (2SLS) pada tabel 2, 3 dan 4 diperoleh hasil :

- a. Nilai signifikan kebijakan dividen (DPR) yaitu 0,891 pada persamaan 2, dan nilai signifikan variabel kebijakan hutang (DER) sebesar 0,526 pada persamaan 1 yang lebih besar daripada alfa 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa H_0 diterima, H_1 ditolak yang artinya tidak terjadi hubungan interdependensi antara variabel kebijakan dividen dengan kebijakan hutang. Bahwa yang menyebabkan tidak adanya interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang yaitu karena kebijakan pengambilan keputusan dividen berdasarkan rapat umum pemegang saham (RUPS) yang selalu dilakukan oleh para pemegang saham yang memiliki hak suara, dan karena data pembayaran dividennya banyak yang tidak tersedia serta variasi atau beraneka ragamnya jenis sektor industry yang dijadikan objek penelitian.
- b. Nilai signifikan variabel kebijakan hutang (DER) sebesar 0,928 yang lebih besar daripada alfa 0,05 pada persamaan 3, dan nilai signifikan kebijakan investasi (IOS) yaitu 0,938 yang lebih besar daripada alfa 0,05 pada persamaan 2. Hal tersebut menunjukkan bahwa H_0 diterima, H_2 ditolak yang artinya tidak terjadi

hubungan interdependensi antara variabel kebijakan hutang dengan kebijakan investasi. Bahwa yang menyebabkan tidak adanya interdependensi antara kebijakan hutang dengan kebijakan investasi yaitu karena data yang digunakan terdiri atas variasi atau beraneka ragamnya karakteristik atau jenis sektor industry yang dijadikan objek penelitian.

- c. Nilai signifikan variabel kebijakan investasi (IOS) sebesar 0,635 yang lebih besar daripada alfa 0,05 pada persamaan 1, dan nilai signifikan kebijakan dividen (DPR) yaitu 0,600 pada persamaan 3. Hal tersebut menunjukkan bahwa H_0 diterima, H_3 ditolak yang artinya tidak terjadi hubungan interdependensi antara variabel kebijakan investasi dengan kebijakan dividen. Bahwa yang menyebabkan tidak adanya interdependensi antara kebijakan investasi dengan kebijakan dividen yaitu karena data yang digunakan terdiri atas variasi atau beraneka ragamnya karakteristik atau jenis sektor industry yang dijadikan objek penelitian juga tidak tersedianya secara lengkap data kebijakan dividennya. Hal lain yang menimbulkan tidak terjadi interdependensi yaitu karena kebijakan dividen khususnya untuk negara Indonesia, dividen ditentukan melalui RUPS (rapat umum pemegang saham) dan bukan murni berasal dari kebijakan direksi.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis serta berdasarkan permasalahan yang terdapat pada penelitian ini, maka dapat disimpulkan yaitu tidak terjadi hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang pada saham LQ-45 dan tidak terjadi hubungan

interdependensi antara kebijakan hutang dengan kebijakan investasi pada saham LQ-45, adapun antara kebijakan investasi dengan kebijakan dividen juga tidak terjadi hubungan interdependensi pada saham LQ-45. Hasil pengujian pada persamaan kebijakan dividen diketahui bahwa profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, likuiditas, kebijakan hutang dan kebijakan investasi secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pada persamaan kebijakan hutang diketahui bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aktiva, kebijakan dividen dan kebijakan investasi secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sedangkan hasil pengujian pada persamaan kebijakan investasi diketahui bahwa secara bersama-sama profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, kebijakan hutang dan kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap kebijakan investasi, dan memberikan kontribusi sebesar 20,4 %. Secara parsial, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini mempunyai keterbatasan, adapun keterbatasan-keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini yang diperoleh selama penelitian berlangsung adalah sebagai berikut : (1) Penelitian ini didasarkan pada sumber data sekunder. Data sekunder diperoleh dari www.idx.co.id dan dilengkapi dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) sehingga ada beberapa perusahaan yang dikeluarkan dari sampel disebabkan ketidaklengkapan data perusahaan. (2) Sampel penelitian hanya terbatas pada perusahaan yang tercatat pada saham LQ-45 periode 2008-2011. (3) Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terbatas hanya menggunakan variabel kebijakan dividen, kebijakan hutang, kebijakan investasi, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, likuiditas, ukuran perusahaan dan struktur aktiva. (4) Terdapat banyak perusahaan yang tidak membagikan dividen. (5) Tidak dilakukan

pengujian terlebih dahulu pengaruh variabel instrumental pada variabel dependen.

Berdasarkan keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini, beberapa saran diusulkan peneliti untuk penelitian selanjutnya, adapun saran-sarannya adalah ntuk peneliti selanjutnya dapat memperluas sampel penelitian dengan menggunakan sampel perusahaan yang tidak hanya tercatat pada saham LQ-45 namun pada perusahaan manufaktur. Peneliti yang akan datang sebaiknya mengganti variabel-variabel instrumental yang tidak signifikan dalam penelitian ini atau dapat menambah variabel lainnya ke dalam model penelitian.

DAFTAR RUJUKAN

- Agus Sartono. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta : BPF.
- Brigham, Eugene F, dan F. Houston, Joul. 2008. *Fundamentals Of Financial Management*. Twelve Edition: South-Western Cengage Learning.
- Brigham, E. F., dan Joel F. Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Diterjemahkan oleh Ali Akbar Yulianto. Jakarta. Penerbit Salemba Empat.
- Hermeindito Kaaro. 2003. "Simultaneous Analysis of Corporate Investment, Dividend, and Finance : Empirical Evidence Under High Uncertainty". *Journal of Accounting, Management, and Economics Research (JAMER)*. Vol 3. No 1. Pp 1-17.
- Imam Ghozali. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Progam IBM SPSS 21*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Indriantoro, B. S. 1999. Dalam *Metodologi Penelitian Akuntansi & Manajemen*. Yogyakarta: BPF.
- I Putu Budi Sanjaya. 2009. "Analisis Faktor yang Mempengaruhi

- Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Publik di Indonesia”. *Jurnal Kajian Akuntansi*. Vol 4. No 1. Pp 15-24.
- Linda Purnamasari, Sri Lestari, Melliza Silvi. 2009. “Interdependensi Antara Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Keputusan Dividen”. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol 13. No 1. Pp 106-111.
- Mudrajad Kuncoro, Ph.D. 2009. *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi*. Jakarta: Erlangga.
- Putu Anom Mahardwatha. 2002. “Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership: An Agency Theory Perspective”. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi*. Vol 2. No 2. Pp 288 – 297.
- Santosa Tri Prabawa. 2011. “Studi Interdependensi Antara Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Dividen Perusahaan Dalam Pengujian Teori Keagenan”. *Jurnal Forum Akademika*. Vol 15. Pp 39-51.
- Siregar. 2005. “Hubungan Antara Dividen, Leverage Keuangan dan Investasi”. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. Vol 16. No 03. Pp 219-230.
- Sri Hasnawati. 2005. “Dampak Set Peluang Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta”. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. Vol 9. No 2. Pp 117-126.
- Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : UPP STIM YKPN.
- Suhartono. 2004. “Pengujian Terhadap Keterkaitan Antara Kebijakan Dividend an Kebijakan Hutang Secara Simultan Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta”. *Jurnal Ventura*. Vol 7. No 1. Pp 53-71.
- www.idx.co.id, diakses pada tanggal 10 November 2013.
- Yuniningsih. 2002. “Interdependensi Antara Kebijakan dividen Payout Ratio, Financial Leverage, & Investasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Feel Jakarta”. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol 9. No 2. Pp 164-179.