

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Berdasarkan penelitian yang dilakukan, maka terdapat penelitian-penelitian terdahulu yang menjadi referensi penelitian ini. Berikut ini akan diuraikan mengenai penelitian terdahulu beserta persamaan, perbedaan dan hasilnya yang mendukung untuk penelitian ini :

1. Yuningsih (2002)

Yuningsih melakukan penelitian yang berjudul “Interdependensi antara Kebijakan *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage*, dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang *Listed* di Bursa Efek Jakarta”. Permasalahan yang diteliti yaitu pengaruh kebijakan dividen pada ketersediaan dana untuk investasi dan juga terhadap total kewajiban perusahaan dalam periode yang bersangkutan waktu, selain itu juga untuk mengetahui pengaruh pengeluaran investasi pada *dividend payout ratio* dan total kewajiban pada periode tersebut. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan periode penelitiannya mulai tahun 1992-1995. *Dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi perusahaan sebagai variabel dependen, dan enam variabel independen yaitu likuiditas, profitabilitas, risiko perusahaan, struktur asset, ukuran perusahaan dan tingkat pertumbuhan perusahaan. Teknik analisis menggunakan metode *two stage least square* (2SLS). Hasil yang diperoleh dari penelitian tersebut yaitu dari tiga variabel endogen yaitu *dividend payout ratio*, *financial*

leverage dan investasi terdapat hubungan interdependensi atau kausalitas. Hal tersebut terbukti bahwa *dividend payout ratio* tidak mempunyai pengaruh terhadap *financial leverage*, begitu pula sebaliknya meskipun sama-sama mempunyai koefisien positif yang sesuai dengan arah hubungan yang diharapkan. Hal itu juga tercermin pada *dividend payout ratio* mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi dan sebaliknya. *Financial leverage* juga mempunyai pengaruh positif terhadap investasi dan sebaliknya investasi mempunyai pengaruh positif terhadap *financial leverage*.

Persamaan dengan penelitian terdahulu :

- a. Penelitian sebelumnya dan penelitian ini yaitu sama untuk menguji interdependensi antara kebijakan *dividen payout ratio* dengan investasi.
- b. Penelitian ini dan sebelumnya sama-sama menggunakan *dividend payout ratio* sebagai variabel dependennya, sedangkan variabel instrumentalnya adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, likuiditas dan struktur aktiva.

Perbedaan dengan penelitian terdahulu :

- a. Penelitian sebelumnya menguji adanya interdependensi *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan investasi pada perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Jakarta sedangkan penelitian ini meneliti interdependensi antara kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi pada saham LQ-45.
- b. Periode yang digunakan dalam penelitian sebelumnya juga pada tahun 1992-1995 dan penelitian ini menggunakan pengamatan pada 2008-2011.

- c. Variabel instrumentalnya pada penelitian sebelumnya yaitu risiko perusahaan serta dependennya adalah *financial leverage*. Penelitian ini menggunakan kebijakan hutang sebagai variabel dependennya.

2. Putu Anom Mahadwartha (2002)

Putu Anom Mahadwartha melakukan penelitian yaitu mengenai “Interdependensi antara Kebijakan *Leverage* dengan Kebijakan Dividen : Perspektif Teori Keagenan”. Permasalahan yang akan diteliti adalah menguji interdependensi antara kebijakan *leverage* dengan kebijakan dividen dan mengkaitkannya dengan uji teori keagenan juga. Sampel yang digunakan pada penelitian ini yaitu 136 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode 1997-1999. Variabel yang dipakai dalam penelitian ini yaitu variabel dependennya adalah *leverage* dan dividen. Variabel instrumentalnya yaitu *common stock diversification, earnings volatility, standard deviation of common stock return, firm size, growth* dan *insider-ownership*. Teknik analisis yang digunakan *hausman test* dan *two stage least square (2SLS)*. Berdasarkan hasil penelitian ini didapatkan bahwa teori keagenan kurang mampu menjelaskan interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan *leverage*, khususnya untuk kasus Indonesia. Kebijakan *leverage* berhubungan positif dengan kebijakan dividen, semakin besar dividen maka akan semakin besar *leverage* demikian juga sebaliknya.

Persamaan dengan penelitian terdahulu :

Variabel yang sama digunakan seperti variabel dependennya yaitu kebijakan dividen, serta variabel instrumentalnya yaitu ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan.

Perbedaan dengan penelitian terdahulu :

- a. Penelitian sebelumnya hanya meneliti interdependensi antara kebijakan *leverage* dengan kebijakan dividen sedangkan penelitian ini yaitu interdependensi antara kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi.
- b. Penelitian sebelumnya menggunakan *common stock diversification, earnings volatility, standard deviation of common stock return dan insider-ownership* untuk variabel instrumentalnya. Variabel dependennya juga menggunakan kebijakan *leverage*. sedangkan pada penelitian ini variabel instrumental yaitu profitabilitas, likuiditas, struktur aktiva dan variabel dependennya yaitu kebijakan hutang dan kebijakan investasi.
- c. Periode waktu untuk pengamatan yang digunakan pada penelitian ini pada tahun 2008-2011, sedangkan penelitian sebelumnya yaitu tahun 1997-1999.
- d. Teknik analisis yang digunakan untuk pengujian yaitu menggunakan 2SLS (*two stage least square*) dalam penelitian ini sedangkan penelitian sebelumnya digunakan *seemingly unrelated regression (SUR)* .

3. Hermeindito Kaaro (2003)

Hermeindito Kaaro melakukan penelitian mengenai saling ketergantungan dari tiga kebijakan keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan

kebijakan dividen dengan judul penelitian yaitu “*Simultaneous Analysis of Corporate Investment, Dividend, and Finance: Empirical Evidence Under High Uncertainty*”. Permasalahan yang diteliti adalah untuk menguji hubungan antara tiga kebijakan tersebut dalam kondisi ketidakpastian. Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu menggunakan Perusahaan Manufaktur dengan periode penelitian mulai dari tahun 1994-1999. Variabel dependennya meliputi kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen. Sedangkan untuk variabel instrumentalnya yaitu *firm profitability*, *profitability*, *sales growth*, *firm size*, *business risk*, dan *investment opportunity*. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan *three stage least square (3SLS)* dan *seemingly unrelated regression (SURE)*. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini yang pertama adalah ada interdependensi pada tiga kebijakan keuangan tersebut. Ini terlihat pada keputusan investasi positif mempengaruhi keputusan pendanaan, ada hubungan negatif antara pendanaan dan keputusan dividen, dan keputusan dividen negatif mempengaruhi keputusan investasi. Kedua, hasil ini juga memberikan bukti bahwa teori *pecking order* lebih unggul daripada teori keagenan dalam menjelaskan hubungan saling tergantung (interdependensi) antara kebijakan keuangan dalam kondisi ketidakpastian yang tinggi.

Persamaan dengan penelitian terdahulu :

- a. Pada penelitian sebelumnya dan penelitian ini sama-sama menguji interdependensi antara tiga kebijakan keuangan yaitu kebijakan pendanaan, kebijakan investasi dan kebijakan dividen.

- b. Variabel yang sama digunakan yaitu variabel dependennya kebijakan pendanaan, kebijakan investasi dan kebijakan dividen. Variabel instrumentalnya yaitu *profitability* dan *firm size*.

Perbedaan dengan penelitian terdahulu :

- a. Penelitian sebelumnya menggunakan *firm profitability*, *sales growth*, *business risk* dan *investment opportunity* sebagai variabel instrumentalnya, sedangkan pada penelitian ini menggunakan pertumbuhan perusahaan, likuiditas dan struktur aktiva.
- b. Adanya sampel yang digunakan untuk objek penelitian pada penelitian ini menggunakan perusahaan pada saham LQ-45 dan penelitian sebelumnya menggunakan perusahaan Manufaktur yang ada di Indonesia.
- c. Periode penelitian pada penelitian sebelumnya mulai dari tahun 1994-1999 dengan kondisi ekonomi yang sedang krisis sedangkan penelitian ini difokuskan mulai tahun 2008-2011.
- d. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *two stage least square* (2SLS) dan pada penelitian sebelumnya yaitu *three stage least square* (3SLS) dan *seemingly unrelated regression* (SURE).

4. Siregar (2005)

Penelitian yang dilakukan oleh Siregar yaitu “Hubungan antara Dividen, *Leverage* Keuangan dan Investasi”. Penelitian ini lebih menguji hubungan antara dividen, *leverage* keuangan dan investasi pada Perusahaan Manufaktur. Sampel penelitian ini adalah Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan dihasilkan sebanyak 154 perusahaan. Periode yang digunakan tahun 2001-2003.

Variabel dependen tersebut adalah dividen, *leverage* keuangan dan investasi sedangkan variabel instrumentalnya adalah probabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, struktur aktiva dan pertumbuhan penjualan. Teknik analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah 3SLS (*three stage least squares*). Hasil pengujian didapatkan dan berhasil menemukan secara empiris bahwa terdapat hubungan sebaliknya yaitu *leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap dividen. Bukti empiris lainnya juga menunjukkan hubungan sebaliknya pada investasi berpengaruh secara positif terhadap *leverage* keuangan.

Persamaan dengan penelitian terdahulu :

- a. Penelitian ini dan sebelumnya sama meneliti atau hubungan saling mempengaruhi antara dividen, *leverage* keuangan dan investasi.
- b. Variabel yang sama digunakan seperti variabel dependennya yaitu dividen dan investasi, serta variabel instrumentalnya yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, struktur aktiva, dan pertumbuhan penjualan.

Perbedaan penelitian terdahulu :

- a. Penelitian sebelumnya menggunakan variabel dependennya *leverage* keuangan sedangkan pada penelitian ini variabel adalah kebijakan hutang.
- b. Periode waktu untuk pengamatan yang digunakan pada penelitian ini pada tahun 2008-2011, sedangkan penelitian sebelumnya yaitu sampai dengan tahun 2001-2003.
- c. Teknik analisis yang digunakan untuk pengujian yaitu menggunakan 2SLS (*two stage least squares*) dalam penelitian ini sedangkan pada penelitian sebelumnya digunakan 3SLS (*three stage least squares*).

5. Linda Purnamasari, Sri lestari Kurniawati, dan Melliza Silvi (2009)

Linda Purnamasari, Sri Lestari Kurniawati, dan Melliza Silvi (2009) meneliti tentang “Interdependensi antara Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Keputusan Dividen”. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai dengan tahun 2006. Pada penelitian ini terdapat tiga variabel dependennya seperti keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dividen. Sedangkan variabel eksogennya ada lima yaitu profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, likuiditas dan struktur aktiva. Teknik analisis dengan menggunakan *two stage least square* (2SLS). Dapat disimpulkan dari penelitian ini adalah terdapat interdependensi antara keputusan pendanaan dengan keputusan dividen secara negatif dan signifikan. Sedangkan antara keputusan investasi dengan keputusan pendanaan dan antara keputusan investasi dengan keputusan dividen tidak terdapat interdependensi.

Persamaan dengan penelitian terdahulu :

- a. Penelitian ini dan sebelumnya sama meneliti atau menguji interdependensi antara ketiga keputusan keuangan yaitu keputusan dividen, keputusan pendanaan dan keputusan investasi.
- b. Variabel yang sama digunakan seperti variabel dependennya yaitu kebijakan dividen, kebijakan pendanaan dan kebijakan investasi serta variabel instrumental yang terdiri dari profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, likuiditas dan struktur aktiva.

- c. Teknik dalam analisis data pada penelitian ini dan sebelumnya yaitu menggunakan *two stage least square* (2SLS).

Perbedaan penelitian terdahulu :

- a. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini yaitu perusahaan yang tercatat pada saham LQ-45, sedangkan pada penelitian terdahulu menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
- b. Periode waktu untuk pengamatan yang digunakan pada penelitian ini pada tahun 2008-2011, sedangkan penelitian sebelumnya yaitu sampai dengan tahun 2006.

2.2 Landasan Teori

Dalam sub bab ini akan diuraikan teori-teori yang mendasari penelitian, mulai dari teori-teori yang bersifat umum menuju teori yang bersifat khusus sehingga dapat menentukan kerangka pikir penelitian serta hipotesis penelitian.

2.2.1 Teori Keagenan

Hubungan keagenan muncul ketika para pemegang saham menyerahkan pembuatan keputusan *financial* dan keputusan-keputusan yang lain pada para manajer (*agent*) dalam perusahaan. Menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2012: 10) berpendapat masalah keagenan (*agency problems*) muncul dalam dua bentuk, yaitu antara pemilik perusahaan (*principals*) dengan pihak manajemen (*agent*), dan antara pemegang saham dengan pemegang obligasi. Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer potensial terjadi bila manajemen tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham tentu

menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, manajer perusahaan bisa saja bertindak tidak untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham, tetapi memaksimumkan kemakmuran mereka sendiri. Maka terjadi konflik kepentingan antara keduanya. Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja sungguh-sungguh untuk kepentingan pemegang saham, pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut biaya keagenan. Menurut Agus Sartono (2001: 12-13), biaya keagenan meliputi antara lain: pengeluaran untuk monitoring agar meyakinkan bahwa manajemen bertindak atas dasar kepentingan terbaik bagi pemilik perusahaan, pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajemen atas prestasi yang konsisten-memaksimumkan nilai perusahaan, *fidelity bond dan golden parachutes* dan *poison pill*. Teori keagenan memberikan sejumlah cara untuk menekan biaya keagenan ekuitas.

Santosa Tri Prabawa (2011: 42) berpendapat bahwa biaya keagenan ekuitas dan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Untuk menekan biaya-biaya ini, para manajer bisa memilih suatu kebijakan *financial* yang kurang begitu beresiko, melakukan *trade off* atas keuntungan dan biaya kepemilikan saham pribadi, dengan keuntungan dan biaya pendanaan hutang, dan dengan keuntungan dan biaya pembayaran dividen. Santosa juga berpendapat bahwa Insentif bagi para manajer untuk berusaha mencari kebijakan yang tidak terlalu banyak memakan biaya berasal dari kenaikan kekayaan pribadi mereka dan dari kekuatan-kekuatan pasar kompetitif dari luar

2.2.2 Kebijakan Dividen

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. Terdapat beberapa teori yang dapat digunakan sebagai landasan dalam membuat kebijakan yang tepat bagi perusahaan.

a. Teori Kebijakan Dividen

Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya di masa datang. Dalam bagian ini akan ditunjukkan bagaimana faktor – faktor tersebut berinteraksi dan mempengaruhi nilai perusahaan.

a) *Dividend Irrelevance Theory*

Pendukung utama dari teori irelevansi dividen (*dividend irrelevance theory*) adalah Merton Miller dan Franco Modigliani (MM). Mereka berpendapat bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasar untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain, MM berpendapat bahwa nilai dari sebuah perusahaan akan tergantung hanya pada laba yang diproduksi oleh aktiva-aktivasnya, bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi dividen dan saldo laba ditahan (Brigham dan Houston, 2006: 70).

b) *Bird-in-the Hand Theory*

Salah satu asumsi dalam pendekatan Modigliani – Miller ini adalah bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat pengembalian atas ekuitas yang diminta atau k_s . Sementara itu Myron Gordon dan John Linter berpendapat bahwa k_s turun seiring dengan peningkatan pembayaran dividen karena para investor kurang yakin akan penerimaan dari keuntungan modal yang seharusnya berasal dari saldo laba ditahan dibandingkan dengan penerimaan dari pembayaran dividen (Brigham dan Houston, 2006: 71). Gordon dan Lintner mengatakan, secara tidak langsung, investor menilai dolar dari dividen yang diharapkan lebih tinggi daripada dolar dari keuntungan modal yang diharapkan karena komponen imbal hasil dividen, D_1/P_0 , lebih tidak berisiko jika dibandingkan dengan komponen g dalam persamaan total pengembalian yang diharapkan, $k_s =$

$D_1/P_0 + g$. Pendapat Gordon – Lintner ini oleh Modigliani– Miller diberi nama *the-bird –in the-hand fallacy*. Gordon-Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung diudara.

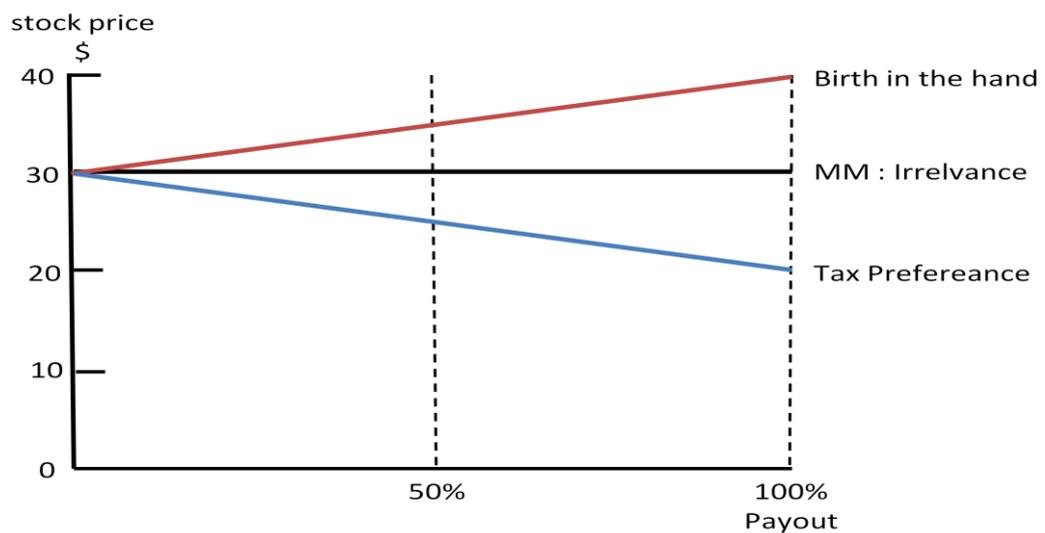
c) *Tax Differential Theory*

Terdapat tiga alasan yang berhubungan dengan pajak mengapa perusahaan dapat berpikiran bahwa investor mungkin akan lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah ketimbang menerima pembayaran yang tinggi (Brigham dan Houston, 2006: 71), yaitu:

- 1) Keuntungan modal jangka panjang biasanya dikenakan pajak dengan tarif 20 persen, sedangkan laba dividen dikenalkan pajak dengan tarif efektif yang dapat mencapai angka maksimal 38,6 persen.
- 2) Pajak atas keuntungan tidak akan dibayarkan sampai sahamnya terjual, sehingga ada efek nilai waktu. Jika selembor saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang. Karena adanya keuntungan-keuntungan ini, para investor mungkin lebih senang perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian dividennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian dividennya tinggi.

- 3) Jika sebuah saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal dunia, keuntungan modal saham tersebut tidak akan kena pajak sama sekali.

Gambar 2.1
TEORI KEBIJAKAN DIVIDEN



Sumber : Eugene F. Brigham and Michael C. Ehrhardt (2002: 702)

Menurut Brigham dan Houston (2006: 73) , rasio pembayaran dividen adalah presentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas.

Jadi rumus untuk menghitung *dividen payout ratio* adalah

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}} \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan :

DPR : Rasio pembayaran dividen

DPS : Dividen per lembar saham

EPS : Laba per lembar saham

2.2.3 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. Oleh karena itu Miller dan Modigliani tidak menyarankan perusahaan menggunakan hutang sebanyak-banyaknya. Perlu diketahui juga bahwa peningkatan rasio pembayaran deviden akan menguras *cash flow* perusahaan yang mengakibatkan mencari pendanaan dari luar perusahaan dalam hutang. Teknik perhitungan yang bisa digunakan dalam kebijakan hutang ini melalui *Debt to Equity Ratio* (DER) yaitu rasio perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas (Brigham dan Houston, 2006: 96).

$$DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}} \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan :

DER : Rasio pengukuran kebijakan hutang

Total Liabilities : Total Hutang jangka pendek dan jangka panjang

Total Equity : Total Ekuitas pada tahun tersebut

2.2.4 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 invesatsi 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. Keputusan atau kebijakan investasi dapat diukur tapi melalui proksi yaitu proksi IOS adalah CPA/BVA atau *Ratio Capital Expenditure to Book Value Asset*. Menurut temuan dari penelitian Sri Hasnawati (2005), proksi IOS berbasis investasi menunjukkan tingkat aktivitas yang tinggi.

$$IOS = \frac{\text{Pertumbuhan Aktiva}}{\text{Total Aktiva X-1}} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan :

Pertumbuhan Aktiva = Total Aktiva Tahun x – Total Aktiva tahun $x-1$

2.2.5 Faktor Penentu Kebijakan Dividen

Adapun faktor-faktor yang merupakan penentu kebijakan dividen yaitu :

a. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk mendapatkan laba (keuntungan) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu dalam suatu periode tertentu. Menurut Linda Purnamasari *et al* (2009)

menyatakan profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (*profit*) dari pengelolaan aktiva yang ada. Profitabilitas suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan para investor atas investasi yang dilakukan. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba akan dapat menarik para investor untuk menanamkan dananya guna memperluas usahanya, sebaliknya tingkat profitabilitas yang rendah akan menyebabkan para investor menarik dananya. Sedangkan bagi perusahaan itu sendiri profitabilitas dapat digunakan sebagai evaluasi atas efektivitas pengelolaan badan usaha tersebut.

Oleh karena itu, keuntungan yang dibagikan oleh perusahaan adalah keuntungan dari operasi perusahaan. Keuntungan yang diterima oleh pemegang saham adalah keuntungan yang didapat dari perusahaan yang sudah memenuhi kewajiban-kewajiban tetapnya yaitu hutang dan pajak. Sehingga apabila perusahaan mendapat keuntungan yang besar maka akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai dividen, sehingga *profitability ratio* mempunyai pengaruh yang positif terhadap *dividend payout ratio*. Hal tersebut sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Linda Purnamasari *et al* (2009), bahwa secara parsial profitabilitas berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Pada penelitian lainnya yang dikemukakan oleh Yuniningsih (2002) yaitu variabel profitabilitas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*, meskipun mempunyai koefisien positif.

Dengan demikian setiap badan usaha akan selalu berusaha meningkatkan profitabilitasnya, karena semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu badan usaha maka kelangsungan hidup badan usaha tersebut akan lebih terjamin.

Untuk mengukur profitabilitas bisa menggunakan ROA sebagai berikut :

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Total Aset}} \dots \dots \dots (4)$$

b. Pertumbuhan Perusahaan (*Growth*)

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*. Pertumbuhan perusahaan pada dasarnya dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu faktor eksternal, internal, dan pengaruh iklim industri lokal. Pertumbuhan perusahaan yang cepat maka semakin besar kebutuhan dana untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Pertumbuhan perusahaan dapat diukur dengan beberapa cara, misalnya dengan melihat pertumbuhan penjualannya. Pengukuran ini hanya dapat melihat pertumbuhan perusahaan dari aspek pemasaran perusahaan saja. Pengukuran yang lain adalah dengan melihat pertumbuhan laba operasi perusahaan. Dengan melakukan pengukuran laba operasi perusahaan, kita dapat melihat aspek pemasaran dan juga efisiensi perusahaan dalam pemanfaatan sumber daya yang dimilikinya. Pengukuran berikutnya adalah dengan mengukur pertumbuhan laba bersih, dimana inputnya pertumbuhan laba bersih ini adalah modal, sedangkan outputnya adalah laba. Pengukuran pertumbuhan perusahaan yang terakhir

adalah melalui pengukuran pertumbuhan modal sendiri. Tingkat pertumbuhan perusahaan dapat diukur melalui (Linda Purnamasari *et al*, 2009) :

$$\text{Growth} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan :

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

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

Pertumbuhan perusahaan yang semakin meningkat akan menarik minat para investor untuk melakukan investasi dan semakin banyak pihak-pihak yang menginginkan perusahaan tersebut. Dengan begitu, maka akan menambah modal dan perusahaan bisa menjalankan kegiatannya serta menghasilkan keuntungan. Keuntungan tersebut bisa berupa laba ditahan dan dividen. Pada penelitian Linda Purnamasari *et al* (2009) dihasilkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, hal tersebut juga sama dengan penelitian Putu Anom Mahadwartha (2002) tetapi berpengaruh tidak signifikan. Pertumbuhan perusahaan merupakan tolak ukur dari keberhasilan perusahaan.

c. Likuiditas

Menurut Linda Purnamasari *et al* (2009), Likuiditas perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya tepat pada waktunya. Di dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Hal ini dikarenakan, untuk membayar dividen diperlukan ketersediaan dana dalam hal ini adalah kas yang dimiliki oleh perusahaan.

Perusahaan yang mempunyai laba yang tinggi belum tentu dapat membayarkan dividen kepada para pemegang saham karena tidak adanya dana untuk membayar dividen. Hal ini juga didukung dengan adanya penelitian yang dilakukan oleh Linda Purnamasari *et al* (2009) bahwa variabel likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan pada penelitian yang dilakukan oleh Yuniningsih (2002) likuiditas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen meskipun koefisiennya positif. Adapun likuiditas perusahaan dapat diukur melalui (Linda Purnamasari *et al*, 2009) :

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}} \dots \dots \dots (6)$$

2.2.6 Faktor Penentu Kebijakan Hutang

Adapun faktor-faktor dalam penentu kebijakan hutang yaitu meliputi :

a. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk mendapatkan laba (keuntungan) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu dalam suatu periode tertentu. Jika perusahaan menghasilkan laba atau keuntungan yang banyak maka perusahaan mengandalkan sumber dana internal dan penggunaan hutang yang rendah, sebaliknya jika perusahaan memiliki keuntungan yang rendah maka perusahaan banyak menggunakan pendanaan hutang. Variabel profitabilitas secara signifikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, hal itu ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Linda Purnamasari *et al* (2009).

b. Ukuran Perusahaan (*Size*)

Ukuran Perusahaan yang besar juga cenderung lebih terdiversifikasi dan lebih tahan terhadap risiko kebangkrutan. Menurut I Putu Budi Sanjaya (2009) yaitu pada dasarnya ukuran perusahaan hanya terbagi dalam tiga kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium-size*), dan perusahaan kecil (*small firm*). Ukuran Perusahaan (*Size*) adalah tingkat penjualan, jumlah tenaga yang terlibat dan total asset atau menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan besar juga cenderung lebih terdiversifikasi dan lebih tahan terhadap risiko kebangkrutan. Di sisi lain, perusahaan-perusahaan yang lebih kecil akan memiliki lebih sedikit utang jangka panjang dan utang jangka pendek. Perusahaan-perusahaan besar akan memiliki kepastian yang lebih besar untuk melakukan pinjaman. Perusahaan besar juga memiliki akses yang mudah menuju pasar modal sebaliknya untuk perusahaan kecil memiliki banyak kesulitan untuk bisa masuk ke dalam pasar modal. Karena kemudahan tersebut maka akses ke pasar modal cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang besar. Pada penelitian Yuniningsih (2002) dan Putu Anom Mahadwartha (2002) juga sama-sama menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan menunjukkan koefisien yang positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin besar ukuran perusahaan semakin mudah untuk memperoleh hutang dibanding perusahaan kecil, dan Semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin besar pula

hutangnya. Adapun rumus dari ukuran perusahaan dengan menggunakan ukuran dari logaritma natural sebagai berikut (Santosa Tri Prabawa, 2011) :

$$Size = Ln TA \dots \dots \dots (7)$$

Keterangan :

Size = Ukuran perusahaan

Ln = *Log natural*

TA = *Total assets* (total aktiva)

c. Struktur Aktiva

Struktur Aktiva merupakan dan berhubungan dengan jumlah aktiva yang dijadikan agunan. Semakin besar struktur aktivanya terutama yang bersifat *tangible* yang dimiliki perusahaan semakin besar peluang perusahaan untuk menggunakan hutang. Hal tersebut sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Yuniningsih (2002) dan Linda Purnamasari *et al* (2009) yaitu bahwa variabel struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Adapun rumus dalam mengukur struktur aktiva adalah sebagai berikut (Linda Purnamasari *et al*, 2009) :

$$\text{Struktur Aktiva} = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}} \dots \dots \dots (8)$$

2.2.7 Faktor Penentu Kebijakan Investasi

Adapun faktor-faktor dalam penentu kebijakan investasi yaitu meliputi :

a. Profitabilitas

Profitabilitas suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan para investor atas investasi yang dilakukan. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan

laba akan dapat menarik para investor untuk menanamkan dananya guna memperluas usahanya, sebaliknya tingkat profitabilitas yang rendah akan menyebabkan para investor menarik dananya. Profitabilitas perusahaan merupakan salah satu dasar penilaian kondisi suatu perusahaan, untuk itu dibutuhkan suatu alat analisis untuk bisa menilainya. Alat analisis yang dimaksud adalah rasio-rasio keuangan. Rasio profitabilitas mengukur efektifitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang diperoleh dari penjualan dan investasi. Profitabilitas juga mempunyai arti penting dalam usaha mempertahankan kelangsungan hidupnya dalam jangka panjang, karena profitabilitas menunjukkan apakah badan usaha tersebut mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang. Profitabilitas merupakan pendapatan untuk membiayai investasi yang ditujukan untuk menghasilkan keuntungan. Semakin besar pendapatan yang diperoleh semakin besar peluang investasi yang dijalankan. Hal tersebut didukung dengan penelitian Linda Purnamasari *et al* (2009) bahwa secara parsial profitabilitas berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan investasi, sedangkan pada penelitian Yuniningsih (2002) variabel profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan meskipun mempunyai koefisien yang positif. Investasi tergantung pada seberapa kesempatan investasi, jadi profitabilitas tinggi tidak langsung mempengaruhi investasi tinggi.

b. Pertumbuhan Perusahaan (*Growth*)

Pertumbuhan perusahaan yang cepat maka semakin besar kebutuhan dana untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang

maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Pertumbuhan perusahaan yang semakin meningkat akan menarik minat para investor untuk melakukan investasi dan semakin banyak pihak-pihak yang menginginkan perusahaan tersebut. Pertumbuhan perusahaan merupakan tolak ukur dari keberhasilan perusahaan. Keberhasilan tersebut merupakan tolak ukur investasi untuk pertumbuhan pada masa yang akan datang. Variabel pertumbuhan berpengaruh positif secara signifikan dan terlihat pada penelitian Linda Purnamasari *et al* (2009). Hal tersebut juga ditemukan pada penelitian Yuniningsih (2002) bahwa variabel pertumbuhan perusahaan memiliki koefisien yang positif dan berpengaruh secara signifikan terhadap investasi.

c. Ukuran Perusahaan (*Size*)

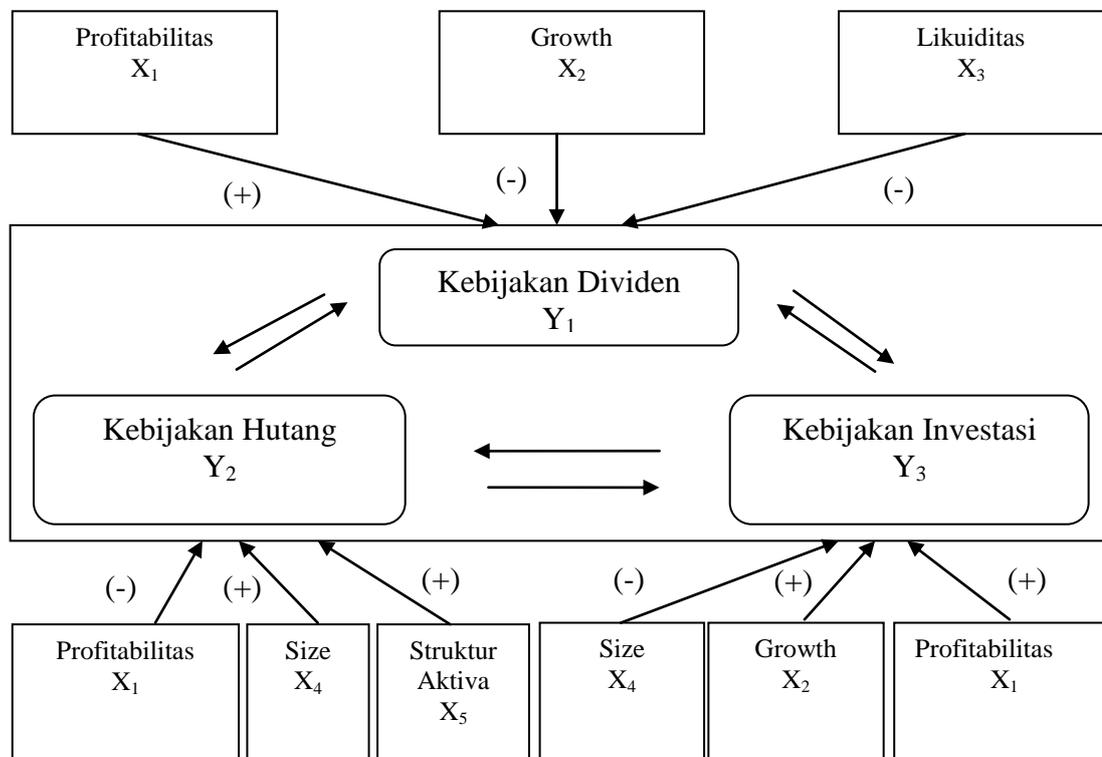
Ukuran Perusahaan (*size*) adalah tingkat penjualan, jumlah tenaga yang terlibat dan total asset atau menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan-perusahaan besar juga cenderung lebih terdiversifikasi dan lebih tahan terhadap risiko kebangkrutan. Perusahaan-perusahaan besar akan memiliki kepastian yang lebih besar untuk melakukan pinjaman. Perusahaan besar juga memiliki akses yang mudah menuju pasar modal sebaliknya untuk perusahaan kecil memiliki banyak kesulitan untuk bisa masuk ke dalam pasar modal. Semakin Besar ukuran perusahaan semakin mudah memperoleh dana dari luar. Dengan tersedianya dana yang ada maka memberi kemudahan bagi perusahaan untuk melaksanakan peluang investasi. Hal tersebut bisa terlihat

atau didukung pada penelitian Yuniningsih (2002) bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap investasi sedangkan pada penelitian Linda Purnamasari *et al* (2009) yaitu berpengaruh negatif dan tidak signifikan.

2.3 **Kerangka Pemikiran**

Kerangka pemikiran penelitian, digunakan untuk menggambarkan bagaimana alur hubungan variabel yang akan diteliti berdasarkan *review* penelitian terdahulu dan landasan teori yang telah dijelaskan sebelumnya. Kerangka pemikiran ini untuk menguji secara empiris hubungan interdependensi antara kebijakan dividen, kebijakan hutang, kebijakan investasi dan pengaruh variabel instrumental yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, likuiditas dan struktur aktiva terhadap variabel dependen (kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi). Variabel instrumental tersebut merupakan faktor-faktor penentu dalam kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kebijakan investasi serta sebagai variabel yang mendukung adanya hubungan interdependensi hubungan diantara ketiganya.

Gambar 2.2
KERANGKA PEMIKIRAN



Sumber : Yuniningsih, Putu Anom Mahadwartha, Hermendito Kaaro, Siregar, Linda Purnamasari *et al*, Suhartono, diolah

2.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah dan kerangka pemikiran yang ada, maka dirumuskan hipotesis untuk penelitian ini adalah:

- H₁ : terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang pada saham LQ-45.
- H₂ : terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan hutang dengan kebijakan investasi pada saham LQ-45.
- H₃ : terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan investasi dengan kebijakan dividen pada saham LQ-45.