

Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Go Publik di Indonesia

Rasyid HS Umrie, Yuliani dan Afriyadi Cahyadi

ABSTRACT

The purpose of this study was to obtain empirical evidence about the effect of market growth, market risk, earnings volatility, profitability, capital of the company and firm size of policy dividends and policy leverage, examines the relationship between dividend policy and the policy leverage of value firms and empirically test the effect of dividend policy and the policy leverage of the firm value.

The population of research are companies included in the manufacturing sectors. Sampling method was done by purposive sampling technique based on certain criteria. Retrieved 10 issuers that were taken as samples. Observation period 2006-2008. For the purposes of analysis used panel data during the observation. The data were analyzed using descriptive statistics and causality analysis of Structural Equation Modeling (SEM) operated by the software AMOS 6.0.

The findings of this study, first, variables influencing the dividend policy is the volatility, equity and size. While the variable growth, beta and ROA was not affected. Second, the growth variable and the beta has no effect on the policy leverage. While the volatility variable, ROA, equity and size have an influence on policy leverage. Third, dividend policy has a significant relationship to the value of the company while the policy leverage has no significant relationship. Fourth, there interpendensi between dividend policy and the policy leverage of the firm value.

Key Words : *Dividend policy, Leverage and Value of the firm*

PENDAHULUAN

Semakin berkembangnya dunia usaha dan semakin rumitnya situasi yang dihadapi oleh perusahaan modern masa kini, maka semakin luas pula ruang lingkup dan peran seorang manajer keuangan. Dalam manajemen keuangan modern fungsi dari seorang manajer keuangan dapat dibagi dalam tiga tugas pokok yaitu: 1) Memutuskan alternatif pembiayaan; dimana pada tugas ini akan berkaitan dengan pengambilan keputusan di dalam memilih alternatif pembiayaan dari berbagai alternatif sumber dana yang tersedia sehingga akan diperoleh suatu kombinasi pembiayaan atau pendanaan. 2) Menetapkan pengalokasian dana: tugas dalam fungsi ini adalah mencakup keputusan yang harus dilakukan oleh manajer keuangan di dalam menetapkan kombinasi dari harta (*asset*) yang paling baik bagi perusahaan dan 3) Membuat kebijakan dividen yang merupakan kewajiban manajer keuangan di dalam menetapkan kebijakan pembagian dividen karena fungsi ini akan mempengaruhi nilai dari perusahaan tersebut, yang akan memberikan gambaran atas kemakmuran pemilik.

Ketiga fungsi pokok dari manajer keuangan tersebut pada akhirnya hanya mengarah pada satu tujuan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan bagi para pemilikinya. Dapat juga dikatakan bahwa nilai perusahaan sangat ditentukan oleh kebijakan keuangan yang menggambarkan komposisi pembiayaan dalam struktur keuangan perusahaan dan juga besarnya dividen yang dibagikan sebagai gambaran

kemakmuran para pemiliknya. Keputusan pendanaan dan investasi (baik jangka panjang maupun jangka pendek) tentu saja saling terkait (Brealey dkk, 2007). Jumlah investasi menentukan jumlah pendanaan yang harus diperoleh, dan para investor yang berkontribusi mendanai saat ini mengharapkan pengembalian investasi di masa yang akan datang. Di dalam menetapkan kebijakan dividen, seorang manajer keuangan menganalisis sampai seberapa jauh pembelanjaan dari dalam perusahaan itu sendiri yang akan dilakukan oleh perusahaan dapat dipertanggungjawabkan. Hal ini mengingat bahwa hasil operasi yang ditanamkan kembali dalam perusahaan sesungguhnya dana pemilik perusahaan yang tidak dibagikan sebagai dividen.

Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, sehingga dividen diartikan sebagai bagian laba yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham. Bentuk pembagian laba tersebut terdiri dari dua alternatif yaitu bentuk dividen kas (*cash dividend*) dan dividen saham (*stock dividend*). Ang (1997) menyatakan bahwa dividen tunai dibayar dalam bentuk uang tunai sedangkan dividen saham dibayar dalam bentuk saham yang dihitung dengan rumus tertentu sesuai dengan harga wajar saham. Harga yang diputuskan adalah harga yang telah diputus dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang merupakan harga penutupan tersedia sebelum RUPS yang akan memutuskan dividen saham (biasanya pada sesi terakhir hari bursa sebelumnya atau sesi terakhir sebelum RUPS dimulai).

Berbagai penelitian yang telah dilakukan menunjukkan fenomena bahwa hutang dan dividen memiliki keterkaitan. Misalnya Friend dan Lang (1998) menuliskan bahwa perusahaan yang memiliki volatilitas pendapatan lebih besar dan perusahaan yang mengalokasikan dana penelitian dan pengembangan yang besar, menggunakan hutang yang kecil. Begitu juga Crutchley dan Hansen (1998) volatilitas pendapatan yang lebih besar akan mengarahkan pada hutang yang lebih rendah dan juga berkaitan dengan pembayaran dividen yang lebih besar. Sementara dalam laporan yang sama dikemukakan bahwa perusahaan berukuran besar cenderung menggunakan hutang yang lebih besar dan juga membayarkan dividen dalam jumlah yang lebih besar juga.

Hasil penelitian Dharmastuti dkk (2005) juga mendukung penelitian sebelumnya bahwa terdapat hubungan simultan negatif atau hubungan interpendensi antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang artinya dengan meningkatnya jumlah hutang yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio* akan mengurangi jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Sedangkan Almilia dkk (2006) dengan melakukan analisis kebijakan dividen dan kebijakan leverage terhadap prediksi kepemilikan manajerial dengan teknik analisis multinomial logit diperoleh hasil yang signifikan bahwa kebijakan antara dividen dan hutang/*leverage* dapat dipergunakan untuk memprediksi kepemilikan manajerial dalam perspektif teori keagenan. Kepemilikan manajerial yang digunakan adalah variabel dummy sehingga sampel yang digunakan terbagi dalam tiga kelompok yaitu kelompok satu untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial, kelompok dua untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial kategori kecil dan kelompok tiga untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dengan kategori besar.

Di samping temuan diatas terdapat juga beberapa laporan yang mengemukakan mengenai faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen maupun kebijakan hutang. Menurut Holder, Langrehr dan Hexter (1998) dalam Dharmastuti dkk (2005) ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain modal organisasional yang diproksikan dengan fokus perusahaan dan juga ukuran perusahaan.

Sedangkan Borton, Hill dan Sundaram (1989) masih dalam Dharmastuti dkk (2005) memberikan laporan mengenai variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang dan struktur modal yakni modal organisasional, pertumbuhan perusahaan, risiko, ukuran besarnya perusahaan dan volatilitas pendapatan.

Sartono (2001) menuliskan 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 yang akan datang. Kesemua faktor-faktor tersebut akan memiliki keterikatan yang pada akhirnya dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan D'Souza dan Saxena (1999) dalam Dharmastuti dkk (2005) melaporkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh variabel nilai pasar per nilai buku, risiko pasar dan pertumbuhan perusahaan. Begitu juga dalam penelitian Suhartono (2004) dalam Dharmastuti dkk (2005) dengan menambahkan variabel control yaitu modal organisasional, risiko pasar (beta), pertumbuhan perusahaan, volatilitas pendapatan dan profitabilitas.

Kebutuhan akan sumber-sumber dana bagi perusahaan akan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam mengelola dana yang dimiliki, sehingga tugas manajer keuangan harus memilih sumber dana yang optimal bagi keberlangsungan perusahaan. Sumber-sumber dana dapat berasal dari internal dan eksternal perusahaan, sumber dana internal bersumber dari laba yang ditahan (*retained earning*) dan penyusutan (*depreciation*) sedangkan sumber dana eksternal dapat berasal dari investor, kreditur, lembaga keuangan baik bank maupun nonbank, pasar modal serta sumber lain yang merupakan dana luar perusahaan.

Sumber dana eksternal yang paling sering digunakan perusahaan adalah pasar modal, di Indonesia disebut dengan Bursa Efek Indonesia. Perusahaan-perusahaan yang mencari dana eksternal akan mendaftarkan sahamnya pada BEI sehingga para calon investor tertarik untuk membeli saham suatu perusahaan yang telah *listed* tersebut. Perusahaan publik yang terdaftar di BEI dapat dikategorikan ke dalam tiga kelompok besar yaitu: 1) *primary sector*, yang terdiri dari sub sektor pertanian, pertambangan 2) *secondary sectors (industry and manufacturing)* terdiri dari sub sektor industri dasar dan kimia, aneka industri, industri barang konsumsi, dan 3) *tertiary sector (service)* yaitu sub sektor properti dan real estate, infrastruktur, utility dan transportasi, keuangan dan perdagangan, jasa dan investasi. Sub sektor dalam industri dan manufaktur dibagi dalam beberapa kelompok: emiten industri dasar dan kimia berjumlah 41 tersebar tujuh kelompok ; emiten yang termasuk aneka industri berjumlah 46 tersebar dalam lima kelompok dan emiten industri barang konsumsi berjumlah 25 terdiri dari lima kelompok. Sehingga total emiten yang termasuk dalam sektor industri dan manufaktur adalah 112 emiten (Kompas, 2009).

PERUMUSAN MASALAH

Berkaitan dengan penelitian yang akan dilakukan berdasarkan latar belakang diatas maka penelitian ini akan membahas beberapa permasalahan yaitu:

1. Apakah terdapat pengaruh antara pertumbuhan pasar, risiko pasar, volatilitas pendapatan, profitabilitas, modal perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen?

2. Apakah terdapat pengaruh antara pertumbuhan pasar, risiko pasar, volatilitas pendapatan, profitabilitas, modal perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan *leverage*?
3. Apakah terdapat hubungan antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan go publik di Indonesia?
4. Apakah terdapat pengaruh antara kebijakan dividen dan kebijakan *leverage* terhadap nilai perusahaan?

TUJUAN DAN MANFAAT

Penelitian ini memiliki tujuan untuk:

1. Memberikan temuan empirik mengenai pengaruh antara pertumbuhan pasar, risiko pasar, volatilitas pendapatan, profitabilitas, modal perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen.
2. Memberikan temuan empirik mengenai pengaruh antara pertumbuhan pasar, risiko pasar, volatilitas pendapatan, profitabilitas, modal perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen.
3. Menguji hubungan antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan go publik di Indonesia.
4. Menguji secara empirik pengaruh antara kebijakan dividen dan kebijakan *leverage* terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi sebagai berikut:

1. Memberikan wacana dan ilustrasi bagi pengembangan ilmu manajemen khususnya Manajemen Keuangan, Manajemen Investasi dan Portofolio.
2. Memperkaya khasanah studi empirik bagi para peneliti yang berkecimpung dalam kajian ekonomi bisnis dan dosen pengajar mengenai topik yang akan dijadikan bahan ajar perkuliahan.
3. Menjadikan hasil penelitian ini sebagai referensi bagi mahasiswa ekonomi khususnya mahasiswa yang mengambil konsentrasi Manajemen Keuangan yang ingin mengkaji secara mendalam terhadap topik yang akan dibahas.

TINJAUAN PUSTAKA

Jensen and Meckling (1976) mendefinisikan perusahaan sebagai *locus of contract* atau sejumlah kontrak antara manajemen (*agent*) dan para pemegang saham atau (*principal*) yang disebabkan oleh pemisahan kepemilikan dan pengawasan. Sistem Kontrak cenderung menciptakan moral hazard. Moral hazard terjadi ketika *agent* dapat melakukan tindakan yang tidak dapat dikontrol oleh *principal*. Kenaikan hutang merupakan salah satu alternatif untuk memisahkan biaya monitoring dari *principal* kepada pemegang obligasi. Penggunaan hutang juga mendorong manajer untuk lebih disiplin sehingga dapat menghindari kebangkrutan (Harris and Raviv, 1990). Hutang juga berfungsi sebagai ikatan dari manajemen (Megginson, 1997).

Menurut DeAngelo dan Masulis (1980) hubungan antara leverage dan dividen adalah perhitungan matematika, mereka menemukan bahwa leverage dan dividen adalah relevan jika terdapat pajak dan tidak dalam kondisi *ekuilibrium*. Temuan Koch and Shenoy (1999) membuktikan bahwa ada saling ketergantungan antara leverage dan kebijakan dividen yang secara simultan dan signifikan mempengaruhi arus kas masa depan. Sedangkan Hartono (2000) menemukan bahwa kebijakan dividen adalah

mekanisme untuk mengurangi kebijakan hutang. Myers (1977) menyatakan bahwa perusahaan dengan penempatan aktiva yang besar untuk menggunakan leverage yang lebih tinggi ditempatkan sebagai *sunk cost*. Beberapa studi menunjukkan bahwa penempatan aktiva, yang diproxikan oleh aktiva tetap memiliki dampak positif atas leverage (Ferri and Jones 1979; Marsh 1982; Long and Malitz 1985; Friend and Lang 1998; and Hadjopranoto 2006).

Menggunakan sampel pada sektor manufaktur yang *listed* di BEI dengan total 1,717 observasi dan periode 1994-2004, Hadjopranoto (2006) menemukan bahwa terdapat hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen tetapi hubungan antara leverage dan dividen adalah tidak signifikan. Tidak signifikan antara leverage dan dividen ini menurut Hadjopranoto terdapat dua teori yang menjelaskan dan berlawanan dengan prediksi teori *agency* (*agency teori*). Kedua teori tersebut, pertama: *pecking order theory* yang mempunyai asumsi bahwa dividen adalah *sticky* sehingga tidak mempunyai efek terhadap kebijakan leverage. Kebijakan leverage cenderung fluktuatif tergantung pada kebutuhan untuk membiayai perusahaan dalam berinvestasi. Kedua: *clientele effect* dimana para investor memiliki perbedaan preferensi terhadap dividen. Beberapa investor lebih suka perusahaan untuk membayar dividen yang tinggi pada waktu tingkat dividen rendah atau saat dividen nol. Teori ini menerangkan bahwa perusahaan akan memutuskan kebijakan dividen tersebut berdasarkan preferensi dari para investor, maka kebijakan hutang tidak berpengaruh atau tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen.

Fenomena penurunan dividen telah banyak dilakukan dalam beberapa negara seperti Gwilym et al (2004) melakukan kajian di Jepang, Baker et al (2005) di Norwegia, Aivazian et al (2003) melakukan investigasi kebijakan dividen di Turki, Osman dan Mohammed (2010) di Saudi Arabia, Ahmed dan Javid (2009) di Pakistan, Goergen et al (2005) melakukan penelitian di Jerman yang kesemua hasil penelitian tersebut memiliki kecenderungan yang berbeda.

Osman dan Mohammed (2010) memberikan hasil penelitian bahwa kebijakan dividen yang unik terjadi di Saudi Arabia karena perusahaan-perusahaan tersebut mendistribusikan hampir 100% laba yang diperoleh dalam dividen, perusahaan lebih banyak mencari sumber dana eksternal dari pinjaman pada bank dan tidak terdapat pajak atas pendapatan dan *capital gain*. Menggunakan sampel perusahaan keuangan dan non keuangan diperoleh bahwa faktor-faktor yang digunakan untuk menilai kebijakan dividen hanya pada perusahaan non keuangan yaitu faktor profitabilitas, ukuran perusahaan dan risiko bisnis. Sedangkan kepemilikan pemerintah, leverage dan usia perusahaan mempunyai dampak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan non keuangan tetapi tidak mempunyai dampak pada perusahaan keuangan. Menurut hasil penelitian mereka bahwa biaya *agency* adalah *critical driver* dalam kebijakan dividen di Saudi Arabia.

Penelitian Ahmed dan Javid (2009) terhadap 320 perusahaan non keuangan yang *listed* di Karachi Stock Exchange periode 2001 sampai 2006 dengan menggunakan model Lintner yang dikembangkan dalam versi *dynamic* memberikan kesimpulan pertama, kedua variabel *current earning per share and past dividend per share* dijadikan alat untuk mengukur pembayaran dividen. Kedua, profitabilitas perusahaan dengan laba bersih yang stabil dapat menyediakan *free cash flow* yang besar dan membayar dividen besar. Ketiga, konsentrasi pemilik dan likuiditas pasar mempunyai dampak positif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Keempat, peluang investasi dan leverage mempunyai dampak negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Kelima,

kapitalisasi pasar dan ukuran perusahaan mempunyai dampak negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih suka untuk menginvestasikan aktiva mereka daripada membayar dividen kepada para pemegang saham.

Rasio keuangan yang dapat digunakan untuk menilai besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham adalah Rasio Pembayaran Dividen atau *Dividend Payout Ratio* (DPR) merupakan rasio yang menunjukkan perbandingan antara Dividen Per Lembar Saham (DPS) dengan Laba Per Lembar Saham (LPS) atau dirumuskan berikut ini:

$$DPR = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham}}{\text{Laba Per lembar saham (LPS)}}$$

Untuk dapat membayar dividen dibuat suatu rencana pembayaran dividen sebagai berikut: 1) Perusahaan mempunyai target DPR jangka panjang, 2) Manajer memfokuskan pada tingkat perubahan dividen dari pada tingkat absolut, 3) Perubahan dividen yang meningkat dalam jangka panjang untuk menjaga penghasilan. Perubahan penghasilan yang sementara tidak untuk mempengaruhi DPR dan 4) Manajer bebas membuat perubahan dividen untuk keperluan cadangan. Penentuan besarnya DPR akan menentukan besar kecilnya laba yang ditahan. Setiap ada penambahan laba yang ditahan berarti ada penambahan modal sendiri dalam perusahaan dengan biaya murah.

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan perusahaan. Kebijakan kepemilikan manajerial termasuk ke dalam kebijakan remunerasi yang bermaksud untuk mengurangi konflik agency antara manajemen dan para pemegang saham. Murphy (1985); Brickley et al (1988); Jensen and Murphy (1990); and Smith and Watts (1992) menjelaskan bagaimana kompensasi (*salary*) dan bonus dapat digunakan untuk persetujuan bunga atau disebut *the shareholders interests*. Megginson (1997) menggunakan istilah "*bonding mechanism*", untuk membagikan bunga pada pemegang saham melalui program-program kesejahteraan pemegang saham ke dalam kesejahteraan perusahaan. Manajemen memiliki level risiko *averse* rendah daripada pemegang saham yang memiliki risiko kehilangan pekerjaan jika perusahaan menemukan kesulitan dalam operasi. Hal tersebut dikarenakan para pemegang saham dapat melakukan diversifikasi terhadap portofolio untuk mengurangi risiko.

Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap (*fixed cost*) yang muncul dari hutang berupa bunga (*cost of debt*) yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan dengan rasio antara total hutang terhadap ekuitas atau *Debt to Equity Ratio* (DER) atau rasio antara total hutang dan total assets (*debt to total asset*). DER merupakan salah satu rasio yang penting karena berkaitan dengan masalah kesepakatan modal (*trading on equity*) yang dapat memberikan pengaruh positif maupun negatif terhadap rentabilitas modal sendiri. DER dapat dituliskan dengan rumus:

$$DER = \frac{\text{Total Hutang/Kewajiban}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

KERANGKA KONSEPTUAL PENELITIAN

Secara teoritis, pembiayaan perusahaan dihadapkan oleh berbagai pertimbangan, salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan adalah *pecking order theory*. Myers (1984) mengemukakan adanya kecenderungan perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan atas dasar hirarki risiko. Teori ini merupakan 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. Dengan demikian, perusahaan akan lebih memilih mendanai investasinya berdasarkan suatu urutan risiko.

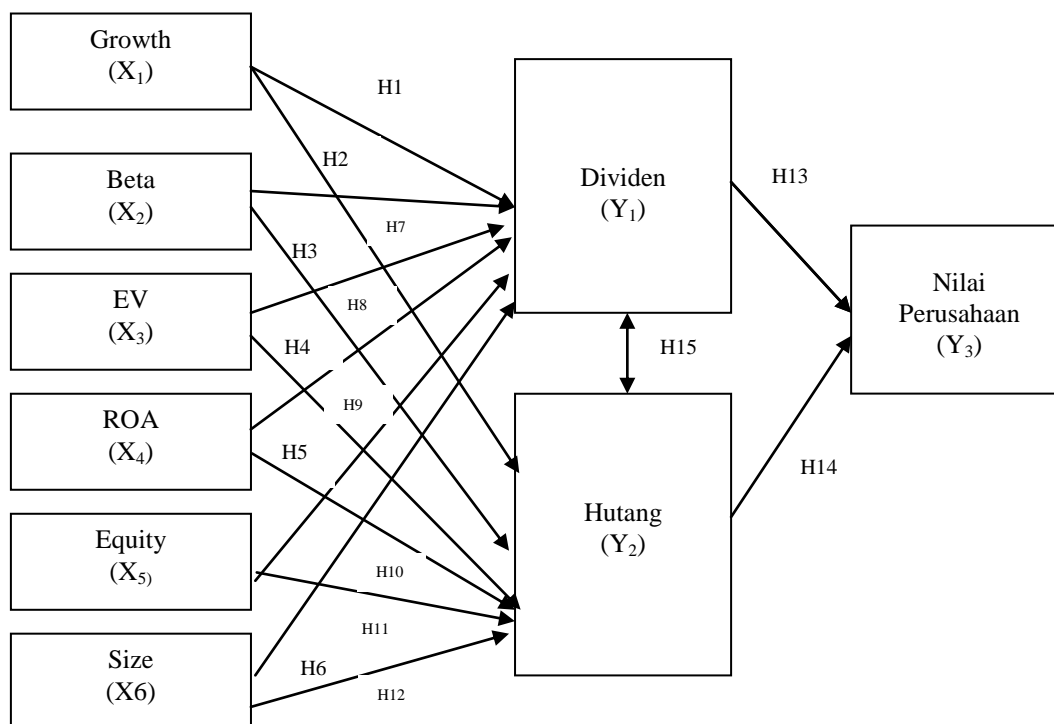
Myers and Majluf (1984) dan Myers (1984) mengacu pada masalah ini sebagai hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan *internal equity* terlebih dahulu, dan apabila memerlukan *external finance* maka perusahaan akan mengeluarkan *debt* sebelum menggunakan *external equity*. Jika kebijakan dalam *external equity* maka perusahaan akan semakin berhati-hati dalam memperoleh pinjaman, sebab jumlah hutang yang semakin meningkat akan menimbulkan *financial distress*. Terjadinya *financial distress* akan mengakibatkan nilai perusahaan akan mengalami penurunan yang pada akhirnya akan berdampak pada kemakmuran dari para pemegang saham.

Pertumbuhan pasar yang tinggi akan mencerminkan perusahaan mempunyai peluang pasar yang bagus sehingga akan mendorong perusahaan untuk melakukan peminjaman sehingga *leverage* akan meningkat. Pertumbuhan pasar merupakan persepsi tentang peluang bisnis yang tersedia di pasar yang harus direbut oleh perusahaan. Pertumbuhan pasar ini diukur dari nilai rasio selisih volume penjualan industri pada tahun t dengan volume penjualan industri pada tahun $t-1$ dibagi dengan volume penjualan industri pada tahun $t-1$ (Sulastri, 2006). Profitabilitas yang meningkat akan meningkatkan laba yang ditahan sehingga akan mengurangi minat perusahaan untuk melakukan peminjaman dan *leverage* akan menurun. Ukuran perusahaan menunjukkan aktivitas perusahaan yang dimiliki perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan berarti semakin besar aktiva yang bisa dijadikan jaminan untuk memperoleh hutang sehingga *leverage* akan meningkat.

Risiko pasar diukur dengan besarnya nilai beta perusahaan. Beta merupakan pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relative terhadap risiko pasar. Sedangkan volatilitas merupakan fluktuasi dari return-return suatu sekuritas atau portofolio dalam suatu periode waktu tertentu. Dalam Jogiyanto (2008) bentuk-bentuk beta dapat dibedakan menjadi beta pasar, beta akuntansi dan beta fundamental. Semakin tinggi return pasar suatu saham perusahaan memberikan gambaran bahwa perusahaan tersebut memiliki keamanan di pasar modal.

Teori *agency* dijelaskan bahwa semakin besar perusahaan, semakin tinggi *agency cost*, karena semakin besar biaya-biaya yang dibutuhkan untuk koordinasi yang disebut sebagai *monitoring cost*. Ukuran perusahaan yang besar akan menunjukkan bahwa perusahaan mengalami perkembangan sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Modal perusahaan merupakan total ekuitas yang dimiliki, dengan modal yang besar mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki permodalan yang kuat untuk membiayai kegiatan perusahaan. Semakin tinggi permodalan perusahaan maka ketergantungan perusahaan terhadap sumber dana

eksternal akan menjadi, sehingga modal perusahaan akan memberikan dampak negatif terhadap *leverage*. Disisi lain dengan modal yang tinggi kebijakan dividen perusahaan akan memberikan dampak positif karena semakin besar kemampuan perusahaan untuk memakmurkan para pemegang saham. Kerangka konseptual dalam penelitian ini digambarkan dalam diagram berikut ini:



Gambar 2. Kerangka Konseptual dan Hipotesis Penelitian

METODE PENELITIAN POPULASI DAN SAMPEL

Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam sektor industri dan manufaktur atau termasuk pada kelompok *secondary sectors* berdasarkan Harian Kompas (Jum'at, 4 Desember 2009) berjumlah 112 emiten go publik. Metode penarikan sampel dilakukan dengan cara teknik *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut :

1. Memiliki laporan keuangan (ringkasan kinerja) lengkap sesuai dengan periode pengamatan Desember 2005 sampai dengan Desember 2008;
2. Memiliki data lengkap sesuai dengan variabel yang diteliti
3. Perusahaan membukukan laba bersih dan membagikan dividen selama periode pengamatan.

Adapun prosedur pemilihan sampel dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Jumlah emiten pada kelompok *secondary sectors* : 112
2. Memiliki laporan keuangan lengkap Desember 2005-2008 : 61
3. Perusahaan (61) membukukan laba bersih dan membagi dividen : 58
4. Perusahaan (58) memiliki data lengkap sesuai variabel yang diteliti : 10

Berdasarkan kriteria diatas yang memenuhi syarat berjumlah 10 emiten yang tersebar berdasarkan tiga sub sektor yaitu sub sektor industri dasar dan kimia, aneka industri dan industri barang konsumsi.

Tabel 1.
Sampel Penelitian (*purposive*)

No	KODE	EMITEN	SUB SEKTOR
01	IGAR	Kageo Igar Jaya Tbk	Industri Dasar dan Kimia
02	LMSH	Lionmesh Prima Tbk	Industri Dasar dan Kimia
03	IRST	Trias Sentosa Tbk	Industri Dasar dan Kimia
04	BRAM	Indo Kordsa Tbk	Aneka Industri
05	AUTO	Astra Otoparts Tbk	Aneka Industri
06	BATA	Sepatu Bata Tbk	Aneka Industri
07	DELTA	Delta Djakarta Tbk	Industri Barang Konsumsi
08	HMSP	HM Sampoerna Tbk	Industri Barang Konsumsi
09	MLBI	Multi Bintang Indonesia Tbk	Industri Barang Konsumsi
10	MYOR	Mayora Indah Tbk	Industri Barang Konsumsi

Metode pengumpulan data penelitian ini dengan cara mengakses internet dengan membuka website resmi Burse Efek Indonesia yaitu <http://www.idx.co.id/MainMenu/Emiten/CompanyProfile/SubmittedOffline>. Sedangkan jenis data adalah sekunder berupa data kuantitatif dalam bentuk rasio, persen, rupiah.

Operasional Variabel Penelitian

Masing-masing variabel penelitian secara operasional dapat didefinisikan pada tabel berikut:

Tabel 2.
Definisi Operasional Variabel

Variabel	Konsep Variabel	Ukuran
Pertumbuhan Pasar Perusahaan (Growth)	Besarnya tingkat pertumbuhan pasar perusahaan diukur dengan persentase perubahan total penjualan dari suatu periode (tahun) ke periode lain (tahun berikutnya)	$G = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$
Risiko Pasar (Beta)	Besarnya nilai beta perusahaan. Nilai yang menggambarkan kepekaan perubahan hasil suatu saham terhadap perubahan hasil pasar	$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + \varepsilon_i$
Volatilitas Pendapatan (EV)	Ketidakpastian atau efek random dari pendapatan atau laba operasi tahunan	Berdasarkan <i>variance</i> σ^2 dari laba operasi perusahaan
Profitabilitas (Profit)	Tingkat keuntungan perusahaan yang dilihat dari besarnya laba	

	bersih sesudah pajak. Profitabilitas perusahaan diukur dengan menggunakan perhitungan tingkat hasil atas total asset atau hasil atas asset.	$profit = \frac{EAT}{TA}$
Modal Perusahaan (Equity)	Jumlah ekuitas yang dimiliki perusahaan. Menggambarkan struktur modal pada suatu saat tertentu yang menggambarkan posisi ekuitas yang ada.	$\sum Ekuitas$
Ukuran Perusahaan (Size)	Ukuran besarnya perusahaan	$Log Total Asset$
Dividen (Div)	Besarnya laba bersih sesudah pajak yang dibagikan kepada investor. Dividen diukur berdasarkan persentase dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dari laba bersih sesudah pajak.	$DPR = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham}}{\text{Laba Per lembar saham (LPS)}}$
Hutang (Lev)	Besarnya tingkat penggunaan hutang didalam perusahaan. Hutang diukur berdasarkan rasio antara jumlah hutang dengan ekuitas atau rasio hutang terhadap ekuitas	$DER = \frac{\text{Total Hutang/Kewajiban}}{\text{Total Modal Sendiri}}$
Nilai Perusahaan (Value)	Didefinisikan sebagai persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumberdaya. Pengukuran nilai perusahaan tercermin pada harga saham tahun $t+1$	$BV = \frac{\text{Total Shareholder Equity}}{\text{Number of Issued Shares}}$

Teknik Analisa Data

Teknik analisa data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan model persamaan struktural yang dioperasikan dengan AMOS versi 6,0. Asumsi-asumsi klasik yang dibutuhkan dalam pengujian model ini dilakukan dengan mendeteksi data outlier univariat dan multivariate, uji normalitas data univariat dan multivariate, pengujian terhadap tingkat *goodness of fit test statistic* yang optimal. Kriteria *univariat outlier* dilakukan dengan membandingkan nilai-nilai *standardize Z_Score* dengan nilai *critical value* = ± 3 . Deteksi *multivariate outlier* dilakukan dengan menggunakan metode *mahalanobis distance* dapat digunakan untuk melihat seberapa besar jarak nilai-nilai setiap observasi dari rata-rata keseluruhan variabel (Hair et al 1995, Tabachnick & Fidell 1996 dikutip dari Sulastrri 2006). Kriteria untuk *multivariate outlier* dilakukan dengan membandingkan nilai χ^2 pada *degree of freedom* terhadap sejumlah parameter yang diestimasi baik untuk variabel endogen maupun eksogen. Kriteria yang digunakan untuk menguji normalitas baik *univariat* maupun *multivariat* adalah dengan *critical value* $\pm 2,58$ (Sulastrri, 2006). Jika terdapat data yang memiliki nilai lebih dari $\pm 2,58$,

diputuskan akan dikeluarkan dari sampel. Model persamaan yang dibuat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Persamaan 1 :

$$DIV = a_0 + b_1 GROWTH_{it} + b_2 BETA_{it} + b_3 EV_{it} + b_4 PROFIT_{it} + b_5 EQUITY_{it} + b_6 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

Persamaan 2 :

$$LEV = a_0 + b_1 GROWTH_{it} + b_2 BETA_{it} + b_3 EV_{it} + b_4 PROFIT_{it} + b_5 EQUITY_{it} + b_6 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

Persamaan 3 :

$$VAL = a_0 + b_1 DIV_{it} + b_2 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengujian asumsi klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan dengan mendeteksi *multivariate outlier* dengan menggunakan metode *mahalanobis distance* sehingga dapat diketahui jarak antara nilai-nilai observasi dari rata-rata keseluruhan variabel. Kriteria untuk *multivariate outlier* dilakukan dengan membandingkan nilai X^2 pada *degree of freedom* terhadap sejumlah parameter yang diestimasi baik untuk variabel endogen maupun eksogen. Menggunakan $p0,05$ dan DF 9 diperoleh nilai X^2 sebesar 16,919. Berdasarkan nilai X^2 dilakukan perbandingan terhadap *mahalanobis distance* terdapat tiga observasi yang *outlier* yaitu N=33, N=23 dan N=28 sehingga diputuskan keluar dari sampel. Uji asumsi *normality* dilakukan dengan *critical value* $\pm 2,58$. Berdasarkan output diperoleh bahwa uji normalitas sudah terpenuhi nilai *multivariate* sebesar 2,323. Sehingga telah memenuhi kriteria tersebut dan dianggap sudah cukup memadai. Berikut disajikan *assessment of normality* atas hasil output yang dilakukan:

Tabel 3.
Assessment of normality

Variable	min	max	skew	c.r.	kurtosis	c.r.
Size	1,620	4,210	-,321	-,796	-,086	-,107
Equity	21,200	8047,900	2,730	6,778	7,440	9,237
Profit	1,080	42,220	1,155	2,869	1,065	1,322
Volatilitas	4,330	6225,230	3,229	8,018	8,923	11,079
beta	-2,160	3,710	,771	1,916	1,681	2,087
Growth	-23,860	53,190	,008	,021	-,331	-,411
Lev	,290	2,140	1,036	2,573	,366	,454
Div	5,090	195,880	1,299	3,225	1,205	1,496
Value	162,420	32458,780	1,756	4,361	1,860	2,309
Multivariate					10,750	2,323

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Pada tabel diatas nampak bahwa secara maksimum adalah nilai perusahaan sebesar Rp32.458,78 juta, nilai ini mencerminkan *book value* dimiliki Delta Djakarta Tbk pada tahun 2008. DLTA memiliki *book value* yang terus meningkat setiap tahun; 2005 sebesar Rp25.357,36 juta; 2006 meningkat menjadi Rp27.357,90 sampai dengan tahun 2008 yang terus mengalami pertumbuhan positif. Tabel diatas juga memperlihatkan secara minimal variabel pertumbuhan penjualan (*growth*) sebesar -23,86%.

Nilai terkecil ini dimiliki oleh Lionmesh Prima Tbk di tahun 2006. Tingkat pertumbuhan kecil mengindikasikan bahwa perusahaan mengalami penurunan pasar yang diukur dengan *total revenue* yang semakin turun bahkan menjadi negatif. Emiten yang bergerak pada industri dasar dan kimia ini jika melihat laporan keuangan yang dipublikasikan memang memiliki *growth total revenue* yang menurun dan cukup signifikan. *Total revenue* tahun 2005 sebesar Rp104,202 juta kemudian turun menjadi 23,86% sehingga menjadi Rp79,343 juta pada tahun berikutnya. Tetapi penurunan ini tidak begitu lama terjadi karena di tahun berikutnya 2007 melihat pada *income statement* perusahaan *total revenue* sudah mengalami peningkatan menjadi Rp117,237 juta atau naik sebesar 47,76%.

Pengujian terhadap *structural model (inner model)* dilakukan dengan melihat nilai *R-square* sebagai hasil uji *goodness-fit model*. Nilai *R-square* dapat dilihat dalam tabel sebagai hasil dari *running calculate model*. Pengujian *goodnes of fit model structural* terhadap *inner model* menggunakan nilai *predictive-relevance* (Q^2). Besaran Q^2 memiliki rentang $0 < Q^2 < 1$. Semakin mendekati satu berarti model semakin baik (Solimun dan Rinaldo, 2009 dalam Lubis, 2010). Berdasarkan tabel *R-square* pada output AMOS diketahui nilai *R-square* setiap variabel penelitian ditampilkan pada tabel berikut:

Tabel 4.
Tabel *R-square*

<i>Variabel</i>	<i>R-square</i>
<i>Leverage</i>	0,815
<i>Dividend</i>	0,957
<i>Value</i>	0,179

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Setelah diketahui nilai *R-square* masing-masing variabel, maka nilai *predictive-relevance* (Q^2) dapat diperoleh dengan menggunakan formulasi berikut ini:

$$Q^2 = 1 - (1 - R^2_1) - (1 - R^2_2) - (1 - R^2_3)$$

$$Q^2 = 1 - (1 - 0,815) - (1 - 0,957) - (1 - 0,179)$$

$$Q^2 = 0,9935$$

Hasil perhitungan diatas diperoleh nilai *predictive-relevance* sebesar 0,9935 atau 99,35% memperlihatkan bahwa keragaman data dapat dijelaskan oleh model tersebut sebesar 99,35%. Sisa 0,65% dijelaskan oleh variabel lain yang belum terkandung dalam model dan *error*. Hasil tersebut memberikan makna bahwa model penelitian ini merupakan model yang layak karena memiliki nilai prediktif yang relevan, sehingga dapat digunakan untuk pengujian hipotesis.

Hasil Pengujian dan Pembahasan Hipotesis

Pembahasan 15 hipotesis dalam penelitian ini menggunakan AMOS, setelah dilakukan *calculate estimates proceed with the analysis* menyimpulkan beberapa temuan dari model spesifikasi dan nilai-nilai estimasi parameter pada model persamaan struktural. Secara keseluruhan hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini ditunjukkan pada tabel berikut:

Tabel 5.
Hasil Pengujian Hipotesis
Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan

Hipotesis	Pengaruh antar variabel			Estimasi Parameter	Kesimpulan
	Endogen	Terhadap	Eksogen		
H1	Dividen	→	Growth	0,922	Non-signifikan
H2			Beta	0,876	Non-signifikan
H3			Volatility	0,000	Signifikan
H4			Profit	0,587	Non-signifikan
H5			Equity	0,000	Signifikan
H6			Size	0,000	Signifikan
H7	Leverage	→	Growth	0,811	Non-signifikan
H8			Beta	0,106	Non-signifikan
H9			Volatility	0,000	Signifikan
H10			Profit	0,000	Signifikan
H11			Equity	0,000	Signifikan
H12			Size	0,000	Signifikan
H13	Dividen	→	Value	0,012	Signifikan
H14	Leverage			0,061	Non-signifikan
H15	Dividen	↔	Leverage	0,000	Signifikan

Keterangan: Signifikan $p0.05$

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan tabel diatas, hasil pengujian hipotesis penelitian dapat dijelaskan sebagai berikut:

Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah “pertumbuhan pasar berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen”. Hasil pengujian hipotesis pertama menghasilkan nilai koefisien sebesar $0,922 > 0,05$. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pertumbuhan pasar tidak signifikan terhadap kebijakan dividen pada sektor manufaktur di BEI. Kesimpulannya adalah meningkatnya pertumbuhan pasar dalam sektor ini tidak dapat meningkatkan pembagian dividen. Tingkat pertumbuhan pasar tinggi menjadikan perusahaan memilih dana yang ada untuk ditahan sehingga tidak terdapat peningkatan terhadap dividen yang akan dibagi sehingga temuan ini menolak H1.

Menghadapi pasar yang memiliki ketidakpastian maka dapat diukur dengan menggunakan beta. Sehingga beta merupakan suatu pengukur volatilitas *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar, dalam penelitian ini beta dihitung dengan menggunakan teknik regresi. Hipotesis dalam penelitian ini “risiko pasar berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen”. Hasil uji statistik diperoleh nilai

koefisien $0,876 > 0,05$. Hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis ditolak. Artinya ketidakpastian dari risiko pasar tidak memberikan kontribusi terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Osman dan Mohammad (2010). Hasil penelitian dengan mengambil objek negara Saudi Arabia menghasilkan bahwa pembagian dividen dipengaruhi oleh beta. Menggunakan sampel perusahaan keuangan dan non keuangan diperoleh hasil studi bahwa risiko bisnis yang diproxikan dengan beta mempengaruhi kebijakan dividen.

Perusahaan beroperasi memiliki tujuan untuk mendapatkan atau membukukan laba setiap periode. Laba perusahaan terlihat dalam *income statement* terbagi menjadi laba operasi dan laba bersih. Dalam penelitian ini variabel volatilitas digunakan adalah laba operasi. Hasil uji statistik memperlihatkan bahwa H3 diterima, artinya setiap terjadi peningkatan pendapatan atau laba operasi maka akan memberikan kontribusi terhadap kebijakan dividen. Hasil ini mengindikasikan bahwa secara teori terjadinya pembagian dividen memang perusahaan dalam hal ini membukukan laba. Temuan ini sejalan dengan Dharmastuti dkk (2005), Sartono (2001), Osman dan Mohammad (2010).

Hipotesis selanjutnya dalam penelitian ini adalah “profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen”. Hasil uji statistik pada penelitian ini memberikan hasil yang tidak signifikan dengan nilai koefisien $0,587 > 0,05$ sehingga H4 ditolak. Hasil ini kontradiktif dengan teori yang mendasari pembagian dividen. Kemungkinan kontradiktif tersebut dalam penelitian dikarenakan indikator yang digunakan untuk mengukur profitabilitas adalah *Return on Assets* (ROA), rasio ini dihitung dengan membagi laba bersih terhadap total asset yang dimiliki. Pemilihan ROA menjadikan kemungkinan bahwa hipotesis ini ditolak, walaupun ROA merupakan salah satu rasio yang terdapat dalam rasio profitabilitas. Artinya penelitian ini perlu dilakukan studi lanjutan untuk membuktikan hipotesis ini kembali. Hasil ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan Osman dan Mohammad (2010).

Temuan terhadap hipotesis lima adalah “modal perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen” diperoleh nilai koefisien $0,000$ sehingga hipotesis ini diterima. Artinya setiap peningkatan modal perusahaan akan memberikan kontribusi terhadap kebijakan dividen. Hasil hipotesis lima mendukung hasil kajian yang dilakukan oleh Dharmastuti dkk (2005) bahwa komponen modal perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Begitu juga hipotesis enam adalah “ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap dividen” diperoleh hasil yang signifikan sehingga menerima hipotesis yang diajukan. Temuan ini sejalan dengan kajian Osman dan Mohammed (2010) di sektor non keuangan tetapi tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ahmed dan Javid (2009) terhadap 320 perusahaan non keuangan yang *listed* di Karachi Stock Exchange periode 2001-2006 bahwa ukuran perusahaan mempunyai dampak negatif terhadap kebijakan dividen yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih suka untuk menginvestasikan aktiva mereka daripada membayar dividen kepada para pemegang saham. Oleh sebab itu, terhadap hasil temuan yang berbeda maka untuk selanjutnya dapat dilakukan kajian kembali untuk membuktikan hasil hipotesis ini.

Dari pembahasan hipotesis diatas maka bentuk persamaan pertama yang dibuat berdasarkan hasil output AMOS dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{DIV} = -128.406 - 0.029\text{GROWTH}_{it} - 0.836\text{BETA}_{it} + 0.035\text{EV}_{it} + 0.0381\text{PROFIT}_{it} - 0.045\text{EQUITY}_{it} + 56.108\text{SIZE}_{it} + \varepsilon$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa selama periode pengamatan *intercept* DIV sebesar -128,41. Tanda negatif pada GROWTH menunjukkan bahwa jika terjadi perubahan growth 1% maka akan menurunkan dividen sebesar 29,2%. Begitu pula variabel BETA memiliki kontribusi negatif terhadap dividen sebesar 0,84. Variabel volatility laba operasi memiliki kontribusi positif terhadap dividen artinya terjadi peningkatan 1% dari laba operasi akan menaikkan porsi dividen sebesar 0,001%. Variabel profit yang diwakili ROA memberikan kontribusi sebesar 1% maka akan menaikkan dividen sebesar 3,8%, sedangkan ekuitas mempunyai arah yang negatif terhadap dividen. Dapat dilihat dari persamaan diatas jika terjadi kenaikan ekuitas sebesar 1% maka akan menurunkan dividen sebesar 4,5%. Sedangkan ukuran perusahaan memiliki arah yang positif terhadap dividen sehingga dapat diartikan bahwa ukuran perusahaan memberikan kontribusi terhadap pembagian dividen.

Pembahasan hipotesis selanjutnya adalah “pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan *leverage*” atau hipotesis tujuh. Berdasarkan uji statistik variabel ini memiliki nilai koefisien sebesar 0,811. Karena nilai koefisien lebih besar dari lima persen maka hipotesis ini ditolak. Pertumbuhan perusahaan pada sektor manufaktur memiliki kontribusi yang tidak signifikan terhadap kebijakan *leverage*, hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan mulai mengurangi ketergantungan terhadap dana eksternal. Disimpulkan bahwa keseluruhan emiten yang termasuk dalam sampel penelitian ini lebih cenderung untuk tidak menggunakan dana hutang ketika pertumbuhan perusahaan meningkat. Temuan ini tidak sejalan dengan studi yang dilakukan Dharmastuti dkk (2005).

Hipotesis delapan juga memperoleh hasil uji statistik yang tidak signifikan sehingga menolak H8. Kesimpulan atas temuan ini adalah ukuran ketidakpastian pasar terhadap *return* saham individu tidak memberikan kontribusi terhadap *leverage*. Sehingga jika kondisi beta yang diukur berdasarkan hasil regresi dari *return* masing-masing saham mengindikasikan bahwa perusahaan tidak menjadikan indikator untuk menggunakan dana hutang. Hasil temuan ini tidak konsisten terhadap penelitian Dharmastuti dkk (2005).

Sedangkan hipotesis 9, 10, 11 dan 12 berdasarkan uji statistik adalah signifikan sehingga kesimpulan yang diambil untuk semua hipotesis tersebut adalah diterima. Artinya variabel profit, ekuitas dan size memberikan kontribusi terhadap kebijakan *leverage*. Hasil temuan pada hipotesis 9, 10, 11 dan 12 mendukung kajian yang dilakukan Dharmastuti dkk (2005). Besar kecilnya *leverage* yang dimiliki perusahaan harus melihat jumlah profit yang diperoleh setiap tahun, kebijakan dalam membuat keputusan struktur modal dan ukuran perusahaan yang dalam penelitian ini menggunakan rasio total aktiva dari masing-masing perusahaan. Bentuk persamaan dua dalam penelitian ini adalah:

$$LEV = -1.572 - 0.001GROWTH_{it} + 0.124BETA_{it} + 0.001EV_{it} + 0.037PROFIT_{it} - 0.001EQUITY_{it} + 1.000SIZE_{it} + \varepsilon$$

Persamaan diatas memperlihatkan arah dari masing-masing variabel terhadap *leverage*. Diperoleh *intercepts* dari persamaan adalah -1.572, dapat diartikan bahwa jika tanpa dipengaruhi oleh pertumbuhan pasar, beta, volatilitas pendapatan, profitabilitas, ekuitas dan ukuran perusahaan maka *leverage* pada perusahaan sektor manufaktur sebesar -1.572. Setiap kenaikan variabel pertumbuhan 1% maka akan menurunkan

leverage sebesar 0.001% dengan asumsi bahwa semua variabel lain adalah konstan. Sedangkan variabel beta memiliki arah positif terhadap *leverage* sehingga disimpulkan bahwa setiap kenaikan 1% beta perusahaan maka akan meningkatkan *leverage* sebesar 0.124%. Hal sama juga terdapat pada variabel volatilitas pendapatan dan profit mempunyai arah yang positif terhadap *leverage*. Kedua variabel ini akan memberikan pengaruh masing-masing 0.001% dan 0.037% terhadap *leverag* tetap dengan asumsi bahwa variabel lain adalah konstan. Persamaan di atas juga memperlihatkan bahwa variabel ekuitas memiliki kontribusi negatif terhadap *leverage* sehingga dapat disimpulkan bahwa jika terjadi peningkatan 1% pada ekuitas maka akan menurunkan *leverage* sebesar 0.001%. Sedangkan variabel ukuran perusahaan tetap memberikan kontribusi terhadap *leverage* perusahaan.

Hipotesis selanjutnya adalah H13 “kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan”. Berdasarkan uji statistik diperoleh nilai koefisien 0,012 sehingga disimpulkan bahwa H13 diterima. Hasil temuan ini konsisten dengan teori bahwa saat perusahaan yang go publik membuat kebijakan dividen akan dibagi maka para investor akan memandang bahwa suatu prestasi yang dimiliki oleh pimpinan perusahaan. Dengan demikian, akan memberikan sinyal terhadap nilai perusahaan yang salah satunya tercermin pada peningkatan harga saham di pasar bursa.

Hipotesis selanjutnya H14 adalah “kebijakan *leverage* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan”. Hasil uji statistik memperlihatkan nilai koefisien $0,061 > 0,05$ sehingga hipotesis ini ditolak. Dapat disimpulkan berdasarkan hasil uji statistik ini bahwa *leverage* tidak memberikan dampak kontribusi terhadap besarnya nilai perusahaan. Tetapi jika melihat arah koefisien dari variabel ini adalah negatif berarti setiap penambahan *leverage* akan menurunkan nilai perusahaan. Faktor yang menjadikan hipotesis ini ditolak bisa disebabkan bahwa penggunaan rasio *Debt to Equity Ratio* (DER) yang merupakan perbandingan antara total hutang terhadap total modal sendiri belum bisa mengakomodir nilai dari *leverage* perusahaan mengingat pembandingnya adalah total modal sendiri. Sedangkan *leverage* esensinya adalah hutang yang merupakan sumber dana eksternal sehingga lebih cenderung menggunakan total modal asing. Oleh sebab itu, perlu dilakukan kajian lanjutan untuk membuktikan kembali hipotesis ini.

Sedangkan hipotesis “terdapat interpendensi antara kebijakan dividen dan kebijakan *leverage*” pada penelitian ini ditemukan bahwa kedua variabel tersebut memiliki hubungan dan signifikan sehingga H15 diterima. Artinya memang terdapat interpendensi antara kebijakan hutang dan kebijakan *leverage* sehingga dengan meningkatnya jumlah hutang akan mengurangi jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan De Angelo & Masulis (1980); Koch & Shenoy (1999); Dharmastuti dkk (2005); dan Alimia dkk (2006). Tetapi kontradiksi terhadap hasil penelitian yang dilakukan Hadjopranoto (2006). Tidak signifikan antara *leverage* dan dividen ini menurut Hadjopranoto terdapat dua teori yang menjelaskan dan berlawanan dengan prediksi teori *agency* (*agency teori*). Kedua teori tersebut, pertama: *pecking order theory* yang mempunyai asumsi bahwa dividen adalah *sticky* sehingga tidak mempunyai efek terhadap kebijakan *leverage*. Kebijakan *leverage* cenderung fluktuatif tergantung pada kebutuhan untuk membiayai perusahaan dalam berinvestasi. Kedua: *clientele effect* dimana para investor memiliki perbedaan preferensi terhadap dividen. Beberapa investor lebih suka perusahaan untuk membayar dividen yang tinggi pada waktu tingkat dividen rendah atau saat dividen nol. Teori ini menerangkan bahwa perusahaan akan

memutuskan kebijakan dividen tersebut berdasarkan preferensi dari para investor, maka kebijakan hutang tidak berpengaruh atau tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Perbedaan hasil penelitian ini dapat menjadi *research gap* untuk selanjutnya agar mendapat hasil yang konsisten dari beberapa penelitian.

Persamaan tiga ditulis sebagai berikut:

$$VAL = 8.146,10 + 60.606DIV_{it} - 6.317,80LEV_{it} + \varepsilon$$

Persamaan diatas memperlihatkan bahwa arah dari variabel dividen dan *leverage* terhadap nilai perusahaan. *Intercept* persamaan diatas dapat ditulis bahwa jika tanpa dipengaruhi oleh dividen dan *leverage* maka nilai perusahaan sebesar 8.146,10. Variabel dividen memberikan arah positif sehingga dapat disimpulkan pada penelitian ini setiap kenaikan 1 *point* maka akan memberikan kontribusi kenaikan terhadap nilai perusahaan sebesar 60.606 *point*. Sedangkan variabel *leverage* memiliki arah negatif sehingga diartikan setiap *leverage* bertambah 1 *point* maka akan menurunkan nilai perusahaan sebesar 6.318 *point* dengan catatan bahwa variabel lain adalah konstan.

SIMPULAN DAN SARAN

SIMPULAN:

1. Menggunakan sampel sektor industri dan manufaktur dengan sub sektor industri dasar dan kimia, aneka industri dan industri barang kimia menggunakan periode pengamatan 2006 sampai dengan 2008 diperoleh hasil bahwa variabel-variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada penelitian ini adalah volatilitas pendapatan (*volatility*), modal perusahaan (*equity*) dan ukuran perusahaan (*size*). Sedangkan variabel pertumbuhan pasar (*growth*), risiko pasar (*beta*) dan profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh.
2. Variabel pertumbuhan pasar (*growth*), risiko pasar (*beta*) tidak berpengaruh pada kebijakan *leverage*. Sedangkan variabel volatilitas pendapatan (*volatility*), profitabilitas (ROA), modal perusahaan (*equity*) dan ukuran perusahaan (*size*) mempunyai pengaruh terhadap kebijakan *leverage*.
3. Kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan go publik di Indonesia memiliki hubungan signifikan, tetapi kebijakan *leverage* tidak mempunyai hubungan signifikan terhadap nilai perusahaan.
4. Terdapat interpendensi antara kebijakan dividen dan kebijakan *leverage* terhadap nilai perusahaan pada sektor yang diteliti.

SARAN DAN AGENDA PENELITIAN YANG AKAN DATANG

1. Perusahaan dalam mencari sumber dana eksternal harus mengelola aktivitasnya dengan optimal karena akan berdampak pada kepercayaan investor terhadap perusahaan go publik tersebut. Dividen yang dibagikan berdasarkan hasil keputusan RUPS bagi analis keuangan (pihak *stakeholder*) merupakan faktor untuk menghitung nilai instrinsik saham. Oleh karena itu, perlunya informasi transparan dari perusahaan go publik.
2. Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu sampel yang digunakan dibatasi hanya pada perusahaan industri dan manufaktur yang terdiri dari sub sektor saja industri dasar dan kimia, aneka industri dan industri barang kimia yang terdapat di BEI. Sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi pada perusahaan lainnya sampel. Untuk itu peneliti selanjutnya harus mengambil sampel penelitian yang

- cakupannya lebih banyak lagi yaitu dengan cara menambah cakupan tahun penelitian yang lebih luas dan menambah objek penelitian.
3. Keterbatasan lain dalam penelitian ini adalah penggunaan *proxy* dan pengukuran yang digunakan adalah data sekunder, dan dengan ukuran-ukuran tunggal sehingga masih terdapat beberapa hipotesis yang dihasilkan berbeda dengan kajian teori dan penelitian sebelumnya.
 4. Penelitian yang akan datang sebaiknya memperbaiki hasil penelitian ini dan masih terdapat *gap* antara beberapa temuan penelitian sehingga akan diperoleh hasil temuan yang konsisten.

DAFTAR REFERENSI

- Almilia, L.S., dan Silvy, M., (2006), "Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Leverage Terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial Dengan Teknik Analisis Multinomial Logit", *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 6 (1), hal. 1-19.
- Ahmed, A., and Javid, A. Y., (2009), "The determinants of dividend policy in Pakistan", *International Research Journal of Finance and Economics* (29), Hal.110-125.
- Aivazian, V., L. Booth., and S. Clearly., (2003), "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. Firms?", *Journal of Financial Research* (26), (3), Hal.371-387.
- Ang, R., (1997), *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia*. Penerbit Medisoft Indonesia, Jakarta.
- Amelia, S., (2007), "Analisis Pengaruh Pengumuman Pembagian Dividen Tunai Terhadap *Return Saham* Perusahaan di Bursa Efek Jakarta", *Tesis dipublikasikan*, diakses dari <http://elibrary.mb.ipb.ac.id/gdl.php?mod=browse&op=read&id=mbipb-12312421421421412-septiameli-711> Pada tanggal 29 April 2009.
- Brealey, R., Myers, S., dan Marcus, A., (2007), "Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan" Jilid 1 Edisi Kelima, Penerbit Erlangga: Jakarta.
- Baker, K. T., Mukherjee., and O. Paskelian., (2005), "How Norwegian Managers View Dividend Policy," *Working paper*, University of New Orleans.
- Brickley, J. A., R. C. Lease., and C. W. Smith., (1988), "Ownership structure and voting on antitakeover amendments", *Journal of Financial Economics* (20), Hal.267-291.
- Crutchley, C.E., and Hansen, R.S., (1998), "A Test of Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends", *Financial Management*, hal.36-46.
- Dharmastuti, F.CH., Stella, K., dan Eviyanti, (2005), "Analisis Keterkaitan Secara Simultan Antara Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2000-2002", <http://lib.atmajaya.ac.id/default.aspx?tabID=61&src=k&id=83175>. Pada tanggal 14 April 2010.
- DeAngelo, H., and R. W. Masulis., (1980), "Leverage and dividen irrelevancy under corporate and personal taxation". *The Journal of Finance*, hal.453-464.
- Friend, I., and Lang, L.H.P. (1998), "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *Journal of Finance*, hal. 271-281.

- Femmyl, I., (2007), "Pengaruh Harga Saham Terhadap Perubahan Dividen Tunai di Bursa Efek Jakarta", *Skripsi dipublikasikan*. Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia: Yogyakarta, hal. 17-28.
- Ferri, M., and W. Jones., (1979), "Determinants of financial structure: A new methodological approach", *The Journal of Finance* 34, hal. 631-644.
- Friend, I., and L. H. P. Lang., (1988), "An empirical test of the impact of managerial selfinterest on corporate capital structure", *The Journal of Finance* 43, hal.271-282.
- Ferdinan, Augysty., (2002), "Structural Equation Modeling dalam Penelitian Manajemen", Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang.
- Goergen, M., L. Renneboog., and C.L. Silva., (2005), "When Do German Firms Change Their Dividends?", *Journal of Corporate Finance* (11), (1-2), hal.375-399.
- Hartono, J., (2000), "An agency-cost explanation for dividend payments". *Working Paper*. Yogyakarta, Indonesia: Universitas Gadjah Mada.
- Hardjopranoto, W.,(2006), "Interpendensi analysis of leverage, dividend, and managerial ownership policies agencies perspective", *Gadjah Mada International Journal of Business* (8) (2), Hal.179-199.
- Harris, M., and A. Raviv., (1990), "Capital structure and the information role of debt", *The Journal of Finance* (June), hal. 321-349.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling., (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior agency costs and capital structure", *Journal of Financial Economics*, hal.305-360.
- Jensen M. C., and K. J. Murphy., (1990), "Performance pay and top-management incentives", *Journal of Political Economy* 98 (2), Hal. 225-264.
- Jogiyanto, H., (2008), "*Teori portofolio dan analisis investasi edisi kelima*", BPF: Yogyakarta.
- Koch, P. D., and C. Shenoy., (1999), "The information content of dividend and capital structure policies", *Financial Management*, hal.16-35.
- Long, M.S., and I. B. Malitz., (1985), "Investment patterns and financial leverage", *In National Bureau of Economic Research: Corporate Capital Structures in the United States edited by B.M. Friedman* (ed), hal. 325-348.
- Lubis, Tona Aurora., (2010), "Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Finansial dan Operasional, Keunggulan Daya Saing Berkelanjutan Berdasarkan Reputasi Ukuran Akuntansi, dan Kinerja Pasar (Studi Pada BUMN Tbk)," Ringkasan Disertasi, Universitas Brawijaya Malang.
- Megginson, W. L., (1997), "*Capital Structure Theory, Corporate Finance Theory*," Reading Massachusetts: Addison-Wesley.
- Myers, S. C., (1977), "The determinant of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, hal.147-176.
- _____, (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Financial*, Vol. July.
- Myers, S., and Majluf., (1984), "Corporate financing and investment decision when firms have information investor do not have", *Journal of Finance Economic* 13, Hal.187-221.
- Marsh, P., (1982), "The choice between debt and equity: An empirical study", *The Journal of Finance* 37, hal. 121-144.
- Murphy, K. J., (1985), "Corporate performance and managerial remuneration: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics* (7), Hal.11-42.

- Osman, D., and Mohammed, E., (2010), "Dividen Policy in Saudi Arabia", *The International Journal of Business and Finance Research* (4) (1), Hal.99-113.
- Retno, P., (2008), "Pengaruh Pengumuman Dividen Tunai Ditinjau dari Kenaikan dan Penurunan Dividen Terhadap Variabilitas Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta", *Skripsi dipublikasikan*, diakses dari <http://etd.eprints.ums.ac.id/85> pada tanggal 29 April 2009.
- Smith Jr. C. W., and R. L. Watts., (1992), "The Investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Financial Economics* 13, Hal.187-221.
- Sulastri, (2006), "Pilihan strategi diversifikasi dan implikasinya: sebuah pengembangan model teoritik studi empirik pada perusahaan go publik di Indonesia", *Ringkasan Disertasi*. Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.
- Sartono, A., (2001), "Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi", BPFE Yogyakarta.
- Siaputra, L., dan Atmadja, A.S., (2006), "Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah *Ex-Dividend Date* di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Ekonomi Akuntansi dan Keuangan*, 8 (1), hal. 71-77.
- Suharli, M., (2007), "Pengaruh *Profitabilitas* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9 (1), hal. 9-17.
- Taswan, (2003), "Analisis Pengaruh *Insider Ownership*, Kebijakan Utang dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Serta Faktor-faktor yang Mempengaruhinya", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, diakses dari <http://id-jurnal.blogspot.com/2008/04/analisis-pengaruh-insider-ownership.html> pada tanggal 29 April 2009.

Capital Market Directory Tahun 2006 Bursa Efek Jakarta.

Harian Kompas. Bisnis dan Keuangan, Jum'at, 4 Desember 2009 hlm 20.