

## **PENGARUH INVESTASI, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, DAN LEVERAGE OPERASI TERHADAP HUBUNGAN INTERDEPENDENSI ANTARA KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN KEBIJAKAN LEVERAGE KEUANGAN**

***Maria Susilowati Budiyantri***

Ciawitali RT 01 RW 10, Panulisan Timur, Dayehluhur, Cilacap

*E-mail: maria\_sb@yahoo.co.id*

### **ABSTRACT**

Dividend and financial leverage have an interdependence relationship. This research aims to reexamine the prediction of Pecking Order Theory (POT) on the interdependence relationship between dividend and financial leverage, because there are different opinions in prior research. These are interesting the researcher's attention to find out the most relevant theories with the condition of Indonesian firms, specially for manufacturing firms so as to support the previous research. Also, researcher added other variables that had not included in previous research, those are operating leverage and managerial ownership. Researcher examined some of the fundamental factors of firm that effect dividend and financial leverage such as investment, profitability, asset structure, and firm size. Sample employed in this research was some manufacturing firms listed in Stock Exchange of Indonesia (SEI) in period of 2002 to 2006. It was 320 observations. Regression analysis of two-stage-least-square on the two simultaneous equations was used to test hypotheses in this research. The results of examination showed that pecking order theory could explain interdependence relationship between dividend and financial leverage. Researcher found that there was positive relationship between dividend and financial leverage. Investment has a significant positive effect on financial leverage, but investment has not an effect on dividend. Managerial ownership has a significant negative effect on dividend and financial leverage. Also, this result shows that operat-

ing leverage has a significant negative effect on financial leverage, but operating leverage has not an affect on dividend. Fundamental factors of the firm served as control variables are profitability, asset structure and firm size. The result suggests that asset structure has an effect on dividend, and firm size variables that has a significant positive effect on dividend and financial leverage.

**Keywords:** pecking order theory, dividend, financial leverage, investment, managerial ownershi and operating leverage.

### **PENDAHULUAN**

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Bringham, 1996). Akan tetapi, di dalam perusahaan terdapat beberapa pihak yang memiliki kepentingan yang berbeda atas nilai perusahaan. Pihak-pihak tersebut yaitu pemegang saham, pemberi utang, dan manajer (*insider ownership*). Pihak manajemen perusahaan sering mempunyai tujuan yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Hal ini dapat menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling (1976), perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan rentan terhadap konflik

keagenan. Penyebab konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen di antaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana dan keputusan investasi yang dipilih untuk dana yang telah diperoleh tersebut.

Pembuatan keputusan yang berkaitan dengan penentuan sumber dana harus tepat, apakah akan menggunakan sumber dana internal (laba ditahan) atau eksternal (utang dan ekuitas) atau keduanya. Selain itu, pembuatan keputusan harus memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkannya, karena setiap sumber dana mempunyai konsekuensi dan karakteristik *financial* yang berbeda. Bauran penggunaan dana yang berasal dari ekuitas dan utang disebut dengan struktur modal perusahaan. Konsekuensi yang harus ditanggung perusahaan jika menggunakan sumber dana berupa utang adalah perusahaan harus mentaati perjanjian utang. Jika perusahaan menggunakan sumber dana dari saham, perusahaan harus memberikan imbalan kepada investor berupa dividen.

Riyanto (1997: 265-266) dan Dermawan (1997) menyatakan bahwa perusahaan dalam membuat keputusan pembagian dividen harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Laba sebaiknya tidak dibagikan sebagai dividen seluruhnya dan sebagian harus disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Kebijakan dividen sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku investor yang lebih memilih dividen tinggi yang mengakibatkan *retained earnings* menjadi rendah. Investor beranggapan bahwa dividen yang diterima saat ini lebih berharga dibandingkan *capital gain* yang diperoleh dikemudian hari (Blume, 1980, dalam Yustiningsih, 2002).

Kebijakan dividen suatu perusahaan akan mengakibatkan pihak-pihak yang berkepentingan saling bertentangan (*agency problem*), yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya, kepentingan perusahaan dengan *retained earnings*, di samping itu juga kepentingan *bondholder* yang dapat mempengaruhi besarnya dividen kas yang dibayarkan. Dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan masing-masing perusahaan, sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih serius oleh manajemen perusahaan.

*Agency problem* akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*). Ada beberapa alternatif untuk

mengurangi *agency cost* yaitu, pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, kedua dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, ketiga dengan meningkatkan pendanaan dengan utang, dan yang keempat dengan cara mengaktifkan *monitoring* melalui investor-investor institusional. Kebijakan pemilikan saham oleh pihak manajemen, utang, dan dividen mungkin saja dihubungkan secara langsung dengan teori keagenan dan teori *signaling*. Tiga kelompok *stakeholders* yang sangat relevan adalah manajer perusahaan, pemegang saham eksternal dan kreditor. Jensen dan Meckling (1976) melakukan analisis pengaruh konflik keagenan antara tiga kelompok. Hasilnya mendukung bahwa proporsi modal yang dikontrol oleh pihak *insider* perusahaan akan mempengaruhi kebijakan perusahaan. Leland dan Pyle dalam Mahadwarta (2002) menyajikan hipotesis bahwa kebijakan pemilikan saham oleh pihak manajemen dan kebijakan keuangan membantu menyelesaikan masalah asimetri informasi yang terjadi antara manajer dan investor eksternal.

Pembayaran dividen dapat digunakan sebagai mekanisme *monitoring* dan *bonding* bagi manajemen (Copeland dan Weston, 1992: 568). Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) membuktikan bahwa perusahaan yang membagikan dividen lebih tinggi cenderung lebih dapat mengurangi konflik keagenan mereka daripada perusahaan yang pembayaran dividennya lebih rendah. Biaya keagenan dari modal juga dapat dikurangi dengan menggunakan partisipasi pihak ketiga dalam memantau manajemen. Easterbrook (1984) berargumen bahwa pemegang saham akan melakukan *monitoring* terhadap manajemen tetapi apabila biaya *monitoring* terlalu tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (pemberi pinjaman) untuk membantu mereka melakukan *monitoring*.

Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat mengurangi biaya keagenan. Kepemilikan institusional yaitu kepemilikan saham oleh perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain yang mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Mahadwarta (2002) menyatakan bahwa dividen mempengaruhi *leverage* secara signifikan dan positif. Baskin (1989), Allen (1993) dan Tong dan Green (2004) dalam Siregar (2005)

menemukan bahwa dividen berpengaruh secara positif terhadap *leverage* keuangan. Pengaruh positif ini terjadi karena pembayaran dividen menyebabkan dana internal berkurang sehingga perusahaan memutuskan untuk mendapatkan dana tambahan untuk investasi yang berasal dari utang. Baskin (1989) dan Allen (1993) juga menemukan bahwa investasi berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan. Pengaruh positif ini terjadi karena keputusan melakukan investasi menyebabkan perusahaan dituntut memperoleh dana eksternal apabila dana internal tidak mencukupi.

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan struktur modal perusahaan telah dilakukan oleh banyak peneliti, misalnya, Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) dan Mehran (1992) dalam Wahidahwati (2002) menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan *debt ratio* perusahaan, sedangkan Frennd dan Hasbrouk dalam Mahadwartha (2002) menemukan hubungan negatif antara prosentase saham yang dipegang oleh manajer dengan *debt ratio* perusahaan. Mahadwartha (2002) menemukan hubungan negatif antara kebijakan *leverage* dengan kepemilikan saham oleh manajer. Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) menemukan bahwa kebijakan dividen dan kebijakan *leverage* tidak dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Sedangkan menurut Mahadwartha (2002) kebijakan dividen dan kebijakan *leverage* dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial. Ketidak-konsistenan hasil penelitian di atas mendorong peneliti untuk melakukan penelitian mengenai hubungan interdependensi antara dividen dengan *leverage* keuangan serta faktor investasi, kepemilikan manajerial, dan *leverage* operasi yang diperkirakan dapat mempengaruhi kebijakan *leverage* dan kebijakan dividen.

#### MATERI DAN METODE PENELITIAN

**PECKING ORDER HYPOTHESIS (POH)** pertama kali dikenalkan oleh Myer dan Majluf (1984). Berdasarkan POH, perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Kecukupan dana internal dapat dilihat dari besarnya laba, laba ditahan, atau arus kas. Apabila dana eksternal dibutuhkan, maka perusahaan lebih mengutamakan penggunaan utang daripada ekuitas. Ide dasar POH yaitu perusahaan membutuhkan dana eksternal hanya

apabila dana internal tidak cukup dan sumber dana eksternal yang lebih diutamakan adalah utang daripada emisi saham. Myer dan Majluf (1984) menyatakan bahwa asimetri informasi menyebabkan pendanaan eksternal terlalu mahal bagi perusahaan sehingga perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal.

Asimetri informasi, biaya pajak, dan biaya transaksi substitusi utang ke ekuitas dan ekuitas ke utang juga mempengaruhi perilaku manajer dalam menentukan struktur modal. Peningkatan saham baru menyebabkan peningkatan pembayaran dividen oleh perusahaan. Peningkatan pembayaran dividen menyebabkan peningkatan biaya pajak penghasilan pribadi. Dengan demikian, pengeluaran saham baru akan meningkatkan biaya pajak penghasilan pribadi dan biaya komisi bagi perusahaan. Ada empat alasan yang mendasari mengapa POH memprediksi bahwa perusahaan mengutamakan utang daripada ekuitas apabila pendanaan eksternal dibutuhkan. Pertama, pasar menderita kerugian karena adanya asimetri informasi antara manajer dengan pasar (Aerloff, 1970 dalam Siregar 2005). Dengan adanya asimetri informasi, emisi saham baru diinterpretasikan oleh pasar sebagai berita buruk karena manajer hanya tertarik melakukan emisi saham baru jika saham perusahaan *overpriced* (Myers dan Majluf, 1984).

Berbagai bukti empiris sudah menunjukkan bahwa pengumuman emisi saham baru menyebabkan harga saham turun secara tajam (Asquith dan Mullins, 1986; Masulis dan Korwar, 1986; Mikkelson dan Parth, 1986 dalam Siregar 2005). Kedua, emisi utang dan emisi saham sama-sama membutuhkan biaya transaksi bagi perusahaan. Akan tetapi, Baskin (1989) menemukan bahwa biaya transaksi emisi utang lebih rendah daripada biaya transaksi emisi saham. Karena itulah perusahaan lebih tertarik memperoleh dana eksternal dari utang daripada ekuitas. Ketiga, menurut Babu dan Jain (1998) dalam Siregar (2005) perusahaan mendapatkan manfaat pajak dengan mengeluarkan utang. Manfaat ini diperoleh oleh perusahaan karena biaya bunga utang dapat dibebankan sebagai biaya dalam perhitungan pajak sehingga pajak yang harus dibayar berkurang. Selain itu, kontrol manajemen akan lebih besar terhadap perusahaan jika perusahaan mengeluarkan utang baru daripada perusahaan mengeluarkan saham baru.

Struktur modal merupakan kombinasi utang dan modal sendiri yang dilakukan oleh perusahaan. Riyanto (1995) menyatakan bahwa struktur modal sangat penting bagi perusahaan karena struktur modal akan berpengaruh langsung terhadap posisi keuangan perusahaan. Penentuan komposisi struktur modal suatu perusahaan berkaitan dengan keputusan pendanaan yang dilakukannya. Dasar keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana dan penggunaan dana yang diperoleh. Pemilihan sumber dana bisa berasal dari pihak eksternal maupun internal. Sedangkan penggunaan dana bisa untuk investasi, pembelian aktiva untuk mendukung aktivitas operasi perusahaan dan lainnya.

*Leverage* keuangan berkaitan dengan sumber dana yang berasal dari utang, yang akan mengakibatkan biaya tetap tertentu dengan harapan akan meningkatkan keuntungan pemilik modal. Meskipun menimbulkan biaya tetap, perusahaan lebih memilih utang untuk dijadikan sumber pendanaan perusahaan karena biaya transaksi penerbitan utang lebih rendah daripada biaya transaksi penerbitan saham. Hal ini didukung oleh Siregar (2005). Perusahaan yang mempunyai *leverage* keuangan tinggi kemungkinan adalah perusahaan yang proporsi utangnya juga semakin besar. Manajer harus mempertimbangkan risiko yang akan dihadapi, karena semakin besar penggunaan utang, maka beban tetap perusahaan juga semakin besar. Akan tetapi utang tetap dipilih sebagai alternatif pendanaan karena dengan utang perusahaan memperoleh manfaat pajak (beban bunga dapat mengurangi pajak), selain itu penggunaan utang dapat meningkatkan dividen yang dibayarkan pada investor, sehingga hal ini direspon positif oleh investor dan memungkinkan peningkatan harga saham. Terdapat kemungkinan *leverage* keuangan berkorelasi positif terhadap dividen. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Siregar (2005).

Kebijakan dividen berkaitan dengan keputusan mengenai seberapa besar laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham atau menjadikan laba tersebut sebagai laba ditahan (Levy dan Sarnat, dalam Damayanti, 2006). Jika dividen yang dibayarkan secara tunai semakin tinggi, maka dana yang tersedia untuk investasi semakin rendah. Kebijakan dividen yang optimal berarti rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk

menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen daripada *capital gain* (Husnan, 1997). Perusahaan dengan proporsi utang yang tinggi, lebih memilih untuk menurunkan dividen atau tidak membagikan dividen, karena kemungkinan risiko terjadinya *financial distress* semakin besar. Hal ini meyakinkan peneliti bahwa terdapat hubungan antara dividen dengan *leverage*.

*Leverage* operasi dapat didefinisikan sebagai timbulnya biaya tetap dalam operasi perusahaan yang dikaitkan dengan penggunaan aktiva tetap. *Leverage* operasi terjadi pada saat perusahaan menggunakan aktiva tetap dalam operasinya (Weston dan Brigham, 1991). Untuk mengukur kepekaan *leverage* operasi digunakan *degree of operating leverage* (DOL). DOL adalah fungsi dari struktur biaya perusahaan dan biasanya didefinisikan dalam istilah hubungan antara biaya tetap dengan total biaya (Damodaran, 2001). Melalui DOL, manajemen dapat mengetahui berapa besar perubahan EBIT yang disebabkan oleh perubahan penjualan.

Kepemilikan manajerial (*manajerial ownership*) merupakan kepemilikan saham oleh manajemen. Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh penyejajaran (*alignment effect*) kepentingan antara pegang saham dan manajer (Jensen dan Mackling, 1976). Jensen dan Mackling (1976) menyatakan bahwa seorang manajer yang memiliki bagian dari saham perusahaan yang beredar, menanggung bagian dari kos atas perilakunya. Pemborosan sumber daya perusahaan (investasi yang tidak menguntungkan) adalah contoh penting dari perilaku tersebut. Ketika proporsi kepemilikan manajerial meningkat, maka manajer memiliki dorongan untuk menghindari pemborosan tersebut.

Easterbrook (1984) menyatakan bahwa dividen akan mempengaruhi utang dengan hubungan yang positif dalam penelitian tersebut juga menjelaskan bahwa dividen dapat digunakan oleh pemegang saham untuk memaksa perusahaan mencari tambahan dana ke luar perusahaan. Peningkatan pembayaran dividen dapat mengganggu pertumbuhan perusahaan karena sebagian besar aliran dana kas internal yang ada digunakan untuk membayar dividen. Agar perusahaan dapat merealisasikan rencana investasinya, maka manajemen harus mencari tambahan dana ke luar terutama dengan utang kepada para kreditor.

Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar akan memerlukan tambahan dana untuk membiayai investasinya melalui *leverage*. Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan kepada manajemen perusahaan. Akan tetapi, apabila biaya pengawasan tersebut dirasa terlalu tinggi, pemegang saham akan meminta bantuan pihak ketiga dalam melakukan upaya pengawasan tersebut. Bantuan pihak ketiga tersebut dapat diperoleh melalui kebijakan *leverage* yang menyertakan *debt covenant*. Kegiatan pengawasan yang dilakukan pemegang saham kepada manajemen perusahaan dengan menggunakan bantuan kreditor akan lebih murah daripada pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham itu sendiri. Salah satu cara yang dilakukan pemegang saham untuk memaksa manajemen mencari tambahan dana dari pihak luar adalah dengan meminta pembayaran dividen yang lebih tinggi. Pembayaran dividen yang lebih tinggi inilah yang dapat memaksa manajemen perusahaan mencari tambahan dana ke pihak luar agar dapat merealisasikan rencana investasinya. Oleh karena itu, Easterbrook (1984) menduga bahwa kenaikan dividen akan diikuti oleh kenaikan utang perusahaan, sehingga dapat diduga bahwa dividen akan mempengaruhi utang dengan hubungan positif. Kreditor sebagai penyandang dana sangat berkepentingan atas keamanan dana yang ditanamkan, sehingga mereka akan melakukan pengawasan terhadap manajemen perusahaan. Adanya pengawasan yang dilakukan kreditor ini akhirnya dapat meminimumkan biaya keagenan bagi pemegang saham.

Salah satu cara untuk mengontrol biaya keagenan yaitu perusahaan mengeluarkan utang. Kebijakan *leverage* sebagai mekanisme *bonding* agar manajer menyampaikan tujuan baiknya pada pemegang saham *outsider*. Megginson (1997:335) dalam Mahadwartha (2002) menyatakan bahwa sebagai mekanisme *bonding*, kebijakan utang akan menurunkan biaya keagenan dari modal tetapi akan meningkatkan biaya keagenan utang. Chen dan Steiner (1999) dalam Nasir (2006) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan utang memiliki hubungan negatif. Hal ini dikarenakan adanya faktor substitusi antara keduanya. Pada saat kepemilikan manajerial meningkat, manajer akan menurunkan nilai utang untuk menurunkan risiko dan biaya keagenan.

Friend dan Lang (1988), Cruthley dan Hansen (1989). Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dalam Mahadwartha (2002) menemukan hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan *leverage*. Perusahaan dengan program kepemilikan manajerial biasanya memiliki tingkat utang yang lebih rendah untuk mengurangi biaya keagenan utang dan secara tidak langsung juga akan mengurangi biaya keagenan ekuitas. Hasil ini juga didukung oleh Mahadwartha (2002a), dan oleh Mahadwartha dan Hartono (2002).

Siregar (2005) mengatakan bahwa perusahaan yang tidak memiliki dana internal yang memadai tetapi bermaksud mempertahankan dividen dan menjalankan investasi akan mengeluarkan utang untuk membayar dividen dan melakukan investasi. Alasan perusahaan yang akan melakukan pembiayaan lebih memilih menggunakan sumber dana utang karena perusahaan dapat memperoleh manfaat pajak karena utang menimbulkan beban bunga yang dapat mengurangi pajak dan perusahaan dapat tetap mempertahankan atau bahkan meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan pada investor, sehingga akan menimbulkan respon positif dan memungkinkan peningkatan harga saham perusahaan. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menerbitkan saham baru, perusahaan selain tidak akan mendapatkan manfaat pajak, perusahaan juga akan mendapatkan respon negatif dari para investor sehingga akan menyebabkan nilai perusahaan turun. Semakin besar *leverage* keuangan perusahaan maka dividen yang dibagikan perusahaan jumlahnya akan tetap atau bahkan relatif lebih besar daripada perusahaan yang memiliki *leverage* keuangan yang lebih kecil.

Melalui penjelasan *balancing model of agency cost*, Megginson (1997) dalam Mahadwartha (2002) menyatakan bahwa kebijakan utang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi utang, sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Pemegang saham akan merelakan aliran kas internal yang sebelumnya digunakan untuk pembayaran dividen digunakan untuk membiayai investasi. Hal ini juga didukung oleh Gaver dan Gaver dalam Mahadwartha (2002) dan Jensen *et al.* (1992) yang memperoleh hubungan negatif antara *leverage* keuangan dengan

dividen. Berdasarkan hasil penelitian yang berbeda tersebut penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H1:** *Leverage* keuangan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Fama dan French (2000) dalam Damayanti (2006) menyatakan bahwa perusahaan yang profitabel dan yang mempunyai keperluan investasi lebih sedikit akan memiliki *dividend payout* yang lebih tinggi sebaliknya mereka juga menyatakan bahwa dengan memiliki *market leverage* yang lebih sedikit dengan *long term dividend payout* yang lebih rendah, meskipun dividen tidak bervariasi untuk mengakomodasikan variasi investasi jangka pendek. Variasi investasi dan *earnings* jangka pendek sebagian besar diserap oleh utang. Hal ini konsisten dengan prediksi *pecking order theory*.

Perusahaan dengan perkembangan cepat membutuhkan lebih banyak dana untuk melaksanakan investasi. Kebutuhan dana pertama kali dipenuhi dari *internal equity*, karena banyak dana yang dialokasikan untuk investasi maka hal ini menyebabkan laba untuk membayar dividen menjadi berkurang. Hal ini juga didukung oleh Barclay (1995). Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dirumuskan hipotesis:

**H2:** Investasi memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout*.

Berdasarkan struktur kepemilikan, beberapa investor memiliki hak atau wewenang untuk memantau dan mengawasi manajer perusahaan. Kondisi ini membuat masalah keagenan menjadi lebih penting. Biaya keagenan berasumsi bahwa pembayaran dividen muncul sebagai penyelesaian masalah keagenan yang timbul ketika terjadi pemisahan kepemilikan dan pengawasan perusahaan. Kebijakan dividen sebagai mekanisme *bonding*, akan menurunkan biaya keagenan modal karena hal ini akan mengurangi kesempatan manajer untuk menggunakan *cash flow* perusahaan untuk aktivitas yang menguntungkan diri manajer (Megginson, 1997: 377 dalam Mahadwartha, 2002).

Mahadwartha (2002) menemukan hubungan negatif antara kebijakan dividen dengan kepemilikan manajerial. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial cenderung memberikan dividen yang lebih rendah karena tujuan kepemilikan manajerial sama dengan kebijakan dividen yaitu mengurangi biaya keagenan ekuitas. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka dirumuskan hipotesis:

**H3:** Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif

terhadap kebijakan dividen.

Perusahaan dengan *leverage* operasi yang tinggi akan cenderung lebih berhati-hati dalam menggunakan utang untuk pendanaan, karena utang akan menambah beban tetap bagi perusahaan berupa biaya bunga dan pokok angsuran, sehingga hal ini dapat meningkatkan risiko terjadinya *financial distress* yaitu perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya. Perusahaan yang memiliki *leverage* operasi yang tinggi, sebaiknya membagikan dividen dalam jumlah yang kecil dan lebih berhati-hati dalam menggunakan utang. Hal ini konsisten dengan teori *pecking order*, maka *leverage* operasi berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan dan dividen. Berdasarkan pembahasan tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H4:** *Leverage* operasi berpengaruh negatif terhadap dividen.

Megginson (1997) dalam Mahadwartha (2002) menyatakan bahwa *free cash flow hypothesis* dapat digunakan untuk memprediksi hubungan interdependensi antara kebijakan utang dan kebijakan dividen perusahaan. Dividen mempengaruhi utang dengan hubungan positif. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui utang untuk membayar dividen dan membiayai investasinya. Berdasarkan pembahasan tersebut, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H5:** Dividen memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan *leverage* keuangan.

Fama, *et al.* (2000) dalam Yustiningsih (2002) menyatakan bahwa keseimbangan biaya pendanaan mendorong perusahaan yang mempunyai investasi besar cenderung mempunyai *leverage* yang tinggi. Semakin besar kesempatan investasi, maka semakin besar perusahaan menggunakan dana yang dimilikinya untuk investasi. Sesuai dengan prediksi POH, dana eksternal yang diutamakan oleh perusahaan adalah utang. Berdasarkan pembahasan tersebut, hipotesis yang dikembangkan adalah:

**H6:** Investasi berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan.

Jensen *et al.* (1992) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara persentase kepemilikan manajer dengan *debt ratio*. Dengan demikian, peningkatan kepemilikan manajemen dapat

mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan utang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan sehingga pada risiko tinggi dividen tidak perlu dibayarkan. Berdasarkan pembahasan tersebut, hipotesis yang dikembangkan adalah:

**H7:** Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan *leverage* keuangan.

Hubungan *leverage* operasi perusahaan dengan *leverage* keuangan diprediksikan akan berkorelasi negatif. *Leverage* operasi dapat didefinisikan sebagai timbulnya biaya tetap dalam operasi perusahaan yang dikaitkan dengan penggunaan aktiva tetap. Perusahaan dengan *leverage* operasi yang tinggi akan cenderung berhati-hati dalam menggunakan utang untuk pendanaan, karena utang akan menambah beban tetap bagi perusahaan berupa beban bunga pinjaman. Hal ini sesuai dengan penelitian Ferri dan Jones (1979) yang menguji hubungan antara *leverage* keuangan dan *leverage* operasi. *Leverage* operasi diukur dengan persentase perubahan EBIT dibagi dengan persentase perubahan penjualan. Mereka menyatakan adanya hubungan negatif antara struktur modal perusahaan dengan *leverage* operasi, dan menolak *null hypothesis* bahwa tidak ada hubungan antara *leverage* operasi dengan *leverage* keuangan. Pada tingkat *leverage* operasi tinggi perusahaan cenderung mengurangi penggunaan utang karena utang dapat menambah beban tetap perusahaan. Lebih lanjut, semakin tinggi tingkat *leverage* operasi, maka semakin peka pula perubahan penjualan sehingga tingkat risiko juga semakin tinggi.

Perusahaan yang *leverage* operasinya tinggi mempunyai risiko yang tinggi pula, dan konsekuensinya perusahaan akan cenderung menggunakan utang yang kecil agar beban tetap perusahaan tidak bertambah besar dan menghindari kemungkinan terjadinya *financial distress* (Husnan, 1997). Oleh karena itu, *leverage* operasi berkorelasi negatif terhadap *leverage* keuangan. Berdasarkan pembahasan tersebut, hipotesis yang dikembangkan adalah:

**H8:** *Leverage* operasi berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode pengamatan tahun

2002–2006. Batasan pengamatan periode tersebut didasarkan atas pertimbangan bahwa dalam periode ini keadaan tingkat inflasi di Indonesia menunjukkan angka yang tidak terlalu berbeda dan kondisi perekonomian Indonesia relatif stabil dan membaik. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan tersebut diharapkan memiliki kondisi keuangan yang lebih baik. Teknik pengambilan sampel yang dilakukan adalah *non probability sampling* dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria tertentu sebagai berikut: perusahaan go publik yang termasuk ke dalam kategori industri manufaktur, perusahaan menerbitkan laporan keuangan setiap tahun berturut-turut selama periode tahun 2002-2006 dengan tahun buku yang berakhir pada 31 Desember. Hal ini untuk menghindari adanya pengaruh waktu parsial dalam perhitungan. Perusahaan memiliki data lengkap mengenai pembayaran dividen, investasi, *leverage keuangan*, dan perusahaan yang membagikan dividen dan menggunakan utang dalam komposisi pendanaannya pada periode tahun 2002-2006. Industri manufaktur dipilih karena industri manufaktur merupakan sektor industri yang memiliki jumlah perusahaan paling banyak dibandingkan dengan sektor industri lain.

Terdapat dua persamaan dalam penelitian ini, yaitu persamaan dividen dan persamaan *leverage* keuangan. Pada persamaan dividen, variabel dependen adalah dividen. Sedangkan variabel independen dalam persamaan dividen adalah *leverage* keuangan ( $EBIT/Net\ income$ ), Investasi Perusahaan ( $total\ aset\ tahun\ t-total\ aset\ tahun\ t-i/total\ aset\ t-1$ ), kepemilikan manajerial (persentase pemilikan manajerial dalam perusahaan), *leverage* operasi (persentase perubahan EBIT/persentase perubahan penjualan). Dalam persamaan ini terdapat dua variabel kontrol yaitu struktur aktiva ( $aktiva\ tetap/total\ aktiva$ ) dan ukuran perusahaan ( $\log\ total\ aset$ ).

Pada persamaan *leverage* keuangan, variabel dependen adalah *leverage* keuangan. Sedangkan variabel independen dalam persamaan *leverage* keuangan adalah dividen ( $dividend\ per\ share/earnings\ per\ share$ ), Investasi Perusahaan ( $total\ aset\ tahun\ t-total\ aset\ tahun\ t-i/total\ aset\ t-1$ ), kepemilikan manajerial (persentase pemilikan manajerial dalam perusahaan), *leverage* operasi (persentase perubahan EBIT/persentase perubahan penjualan). Dalam persamaan ini terdapat dua variabel kontrol yaitu

profitabilitas (*earnings after tax/total aset*) dan ukuran perusahaan (log total aset).

Ada dua persamaan regresi yang diestimasi dalam penelitian ini, yaitu persamaan dividen dan persamaan *leverage* keuangan. Kedua model tersebut disajikan sebagai model empiris pengujian hipotesis sebagai berikut:

Persamaan Dividen:

$$DI = \alpha_0 + \alpha_1 LK + \alpha_2 IN + \alpha_3 KM + \alpha_4 LO + \alpha_5 UP + \alpha_6 SA$$

Persamaan *Leverage* Keuangan:

$$LK = \beta_0 + \beta_1 DI + \beta_2 IN + \beta_3 KM + \beta_4 LO + \beta_5 UP + \beta_6 PR$$

Keterangan:

- DI* : Dividend payout ratio
- LK* : *Leverage* keuangan
- IN* : *Investasi*
- KM* : Kepemilikan manajemen
- LO* : *Leverage operasi*
- SA* : Struktur aktiva
- UP* : Ukuran perusahaan
- PR* : Profitabilitas

Pada persamaan dividen terdapat pengujian untuk empat hipotesis pertama, yaitu:  $H_1$ ,  $H_2$ ,  $H_3$ , dan  $H_4$ . Hipotesis 1 diterima apabila koefisien regresi LK bertanda positif/negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 1 ditolak. Hipotesis 2 diterima apabila koefisien regresi IN bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi IN bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 2 ditolak. Hipotesis 3 diterima apabila koefisien regresi KM bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi KM bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 3 ditolak. Hipotesis 4 diterima apabila koefisien regresi

LO bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi LO bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 4 ditolak.

Pada persamaan *leverage* keuangan terdapat pengujian untuk empat hipotesis lain, yaitu:  $H_5$ ,  $H_6$ ,  $H_7$ , dan  $H_8$ . Hipotesis 5 diterima apabila koefisien regresi DI bertanda positif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi DI bertanda negatif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 5 ditolak. Hipotesis 6 diterima apabila koefisien regresi IN bertanda positif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi IN bertanda negatif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 6 ditolak. Hipotesis 7 diterima apabila koefisien regresi KM bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi KM bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 7 ditolak. Hipotesis 8 diterima apabila koefisien regresi LO bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Sebaliknya apabila koefisien regresi LO bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka hipotesis 8 ditolak.

Uji statistik t dilakukan untuk melihat signifikansi dari pengaruh variabel independen secara individual terhadap variabel dependen, dengan asumsi variabel independen lain bersifat konstan. Pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai probabilitas (*p value*) hasil regresi pada tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) tertentu. Jika *p value* lebih besar dari  $\alpha$  maka  $H_0$  diterima.  $H_0$  diterima berarti variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen dan jika  $H_0$  ditolak hal ini berarti variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen.

Uji statistik F dilakukan untuk melihat pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama. Pengujian ini dilakukan dengan melihat probabilitas (*p value*) dari hasil regresi pada tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) tertentu. Jika *p value* lebih besar dari  $\alpha$  maka  $H_0$  diterima.  $H_0$  diterima

berarti variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen dan jika  $H_0$  ditolak berarti variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.

**HASIL PENELITIAN**

Pada Tabel 1 disajikan statistik deskriptif setiap variabel khususnya rata-rata, standar deviasi, dan jumlah pengamatan.

**Tabel 1**  
**Statistik Deskriptif**

Variabel	Mean	Std. Deviation	N
DI	18,41563	20,26004	320
LK	1,455931	0,576872	320
IN	0,097487	0,232748	320
KM	1,809969	5,347913	320
LO	0,127513	1,924041	320
UP	11,90523	0,662147	320
PR	6,744625	7,635742	320
SA	0,352856	0,176293	320

Pengujian hipotesis ini dengan melakukan uji *Two-stage Least Square* dengan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) sebesar 5%. Untuk uji *Two-stage Least Square* Persamaan Dividen. Pada persamaan dividen, terdapat dua variabel endogen yaitu dividen (DI) dan *leverage* keuangan (LK), juga terdapat lima variabel eksogen yaitu investasi (IN), *leverage* operasi (LO), kepemilikan manajerial (KM), struktur aktiva (SA), dan ukuran perusahaan (UP). Terdapat dua variabel yang dijadikan sebagai variabel kontrol yaitu SA, dan UP. Persamaan dividen disajikan sebagai berikut:

Berdasarkan pengujian analisis dengan *Two-stage Least Square*, hasil pengujian untuk persamaan dividen disajikan dalam Tabel 2. Berdasarkan Tabel 2 menunjukkan bahwa angka *adjusted R<sup>2</sup>* adalah 0,041630. Hal ini menunjukkan bahwa 4,16% variabel dividen (DI) dapat dijelaskan oleh variasi dari keenam variabel yaitu LK, IN, KM, LO, UP, dan SA, sedangkan sisanya 95,84% dijelaskan oleh faktor-faktor lain. Berdasarkan uji F diperoleh nilai *F-Statistic* sebesar 0,94 dengan probabilitas lebih kecil dari 0,05, sehingga model regresi dapat digunakan untuk memprediksi dividen (DI). Berdasarkan pada tabel 4.8 secara ringkas persamaan DI dapat diformulasikan sebagai berikut:

**Tabel 2**  
**Uji 2SLS**  
**Persamaan Dividen (DI)**

Dependent Variable: DI  
 Method: Two-Stage Least Squares  
 Date: 11/23/08 Time: 19:26  
 Sample(adjusted): 1 320  
 Included observations: 320 after adjusting endpoints  
 Instrument list: C IN KM LO SA PR UP

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	74.96912	141.3237	0.530478	0.5962
LK	245.4603	86.12719	2.849975	0.0047
IN	-69.54575	58.81180	-1.182514	0.2379
KM	-2.123217	1.001038	-2.121016	0.0347
LO	9.113886	7.042996	1.294035	0.1966
UP	38.38125	14.93419	-2.570026	0.0106
SA	148.7047	62.86778	2.365356	0.0186
<i>R-squared</i>	0.060847	<i>Mean dependent var</i>	18.41563	
<i>Adjusted R-squared</i>	0.041630	<i>S.D. dependent var</i>	20.26004	
<i>S.E. of regression</i>	135.4572	<i>Sum squared resid</i>	5743126.	
<i>F-statistic</i>	0.944092	<i>Durbin-Watson stat</i>	1.923661	
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.043557			

Pada persamaan ini dilakukan pengujian terhadap empat hipotesis pertama, yaitu:  $H_1$ ,  $H_2$ ,  $H_3$ , dan  $H_4$ .  $H_1$  diterima jika koefisien regresi LK bertanda positif/negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan tabel 4.8 variabel LK memiliki koefisien regresi 245,46 (positif) dan *p value* 0,47%. Hal ini berarti bahwa  $H_1$  didukung.  $H_2$  diterima jika koefisien regresi IN bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika koefisien regresi bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 2 variabel IN memiliki koefisien regresi 69,55 (negatif) dan *p value* 23,79%. Hal ini berarti bahwa  $H_2$  ditolak karena tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%.  $H_3$  diterima jika koefisien regresi KM bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika koefisien regresi bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 2 variabel KM memiliki koefisien regresi 2,12 (negatif) dan *p value* 3,47%. Hal ini berarti bahwa  $H_3$  didukung.  $H_4$  diterima jika koefisien regresi LO bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika

koefisien regresi bertanda positif dan nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 2 variabel LO memiliki koefisien regresi 9,11 (positif) dan *p value* 19,66%. Hal ini berarti bahwa  $H_4$  ditolak.

Pada persamaan DI dikontrol oleh 2 variabel yaitu struktur aktiva dan ukuran perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa struktur aktiva dan ukuran perusahaan memiliki koefisien regresi positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula dividen yang dibagikan. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Damayanti (2006) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif dengan kebijakan dividen.

Berdasarkan uji *Two-stage Least Square* pada persamaan *Leverage* Keuangan, terdapat dua variabel endogen yaitu DI dan LK, juga terdapat lima variabel eksogen yaitu IN, LO, KM, UK, dan profitabilitas (PR). Terdapat dua variabel yang dijadikan sebagai variabel kontrol yaitu UK dan PR. Persamaan *leverage* keuangan disajikan sebagai berikut:

Berdasarkan pengujian analisis dengan *Two-stage Least Square*, hasil pengujian untuk persamaan dividen disajikan dalam Tabel 3.

**Tabel 3**  
**Uji 2SLS**  
**Persamaan *Leverage* Keuangan**

Dependent Variable: LK  
Method: Two-Stage Least Squares  
Date: 11/23/08 Time: 19:10  
Sample(adjusted): 1 320  
Included observations: 320 after adjusting endpoints  
Instrument list: C IN KM LO SA PR UK

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C	-0.164511	0.589089	-0.279264	0.7802
DI	0.003231	0.001677	1.926958	0.0449
IN	0.359449	0.135760	2.647687	0.0085
KM	-0.005101	0.006137	0.831228	0.0465
LO	-0.036535	0.016474	-2.217718	0.0273
UP	0.128832	0.049293	2.613629	0.0094
PR	0.001847	0.004536	-0.407251	0.6841
<i>R-squared</i>	0.071878	<i>Mean dependent var</i>	1.455931	
<i>Adjusted R-squared</i>	0.054086	<i>S.D. dependent var</i>	0.576872	
<i>S.E. of regression</i>	0.561055	<i>Sum squared resid</i>	98.52689	
<i>F-statistic</i>	0.440007	<i>Durbin-Watson stat</i>	1.952380	
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000647			

Berdasarkan Tabel 3 menunjukkan bahwa angka *adjusted R<sup>2</sup>* adalah 0,054086. Hal ini menunjukkan bahwa 5,41% variabel *leverage* keuangan (LK) dapat dijelaskan oleh variasi dari keenam variabel yaitu DI, IN, KM, LO, UP, dan PR. Sedangkan sisanya 94,59% dijelaskan oleh faktor-faktor lain. Berdasarkan uji F diperoleh nilai *F-Statistic* sebesar 0,44 dengan probabilitas 0,06%. Nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05, sehingga model regresi dapat digunakan untuk memprediksi *leverage* keuangan. Berdasarkan pada Tabel 3 secara ringkas persamaan LK dapat diformulasikan sebagai berikut:

Pada persamaan ini dilakukan pengujian terhadap empat hipotesis yaitu: H<sub>5</sub>, H<sub>6</sub>, H<sub>7</sub>, dan H<sub>8</sub>. H<sub>5</sub> diterima jika koefisien regresi DI bertanda positif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 3 variabel DI memiliki koefisien regresi 0,003 (positif) dan *p value* 4,49%. Hal ini berarti bahwa H<sub>5</sub> didukung. H<sub>6</sub> diterima jika koefisien regresi IN bertanda positif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 3 variabel IN memiliki koefisien regresi 0,36 (positif) dan *p value* 0,85%. Hal ini berarti bahwa H<sub>6</sub> diterima karena signifikan pada tingkat signifikansi 5%. H<sub>7</sub> diterima jika koefisien regresi KM bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 3 variabel KM memiliki koefisien regresi 0,005 (negatif) dan *p value* 4,65%. Hal ini berarti bahwa H<sub>7</sub> didukung. H<sub>8</sub> diterima jika koefisien regresi LO bertanda negatif dan nilai probabilitasnya signifikan pada tingkat signifikansi 5%, tetapi jika nilai probabilitasnya tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%, maka hipotesis ditolak. Berdasarkan Tabel 3 variabel LO memiliki koefisien regresi 0,04 (negatif) dan *p value* 2,73%. Hal ini berarti bahwa H<sub>8</sub> diterima karena signifikan pada tingkat signifikansi 5%.

Pada persamaan LK dikontrol oleh 2 variabel yaitu profitabilitas dan ukuran perusahaan. Profitabilitas memiliki koefisien regresi positif tetapi tidak signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh

terhadap *leverage* keuangan, sedangkan ukuran perusahaan memiliki koefisien regresi positif dan signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula *leverage* keuangan perusahaan. Hasil analisis ini konsisten dengan penemuan Siregar (2005) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *leverage* keuangan.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Penelitian bertujuan untuk menguji hubungan interdependensi antara dividen dan *leverage* keuangan. Selain itu juga mengungkapkan faktor-faktor yang mempengaruhi pengambilan kebijakan dividen dan kebijakan *leverage* keuangan yaitu investasi, kepemilikan manajerial, dan *leverage* operasi. Berdasarkan hasil penelitian dapat ditarik simpulan sebagai berikut 1) penelitian ini berhasil membuktikan secara empiris bahwa *pecking order theory* dapat menjelaskan hubungan interdependensi antara dividen dengan *leverage* keuangan. *Leverage* keuangan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen, dan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage* keuangan, sehingga H<sub>1</sub> dan H<sub>5</sub> diterima. Dalam penelitian ini dihasilkan koefisien *leverage* keuangan positif. Hal ini sesuai dengan prediksi *pecking order hypothesis*; 2) investasi tidak mempengaruhi pembayaran dividen; 3) perusahaan manufaktur di Indonesia yang memiliki kepemilikan saham oleh manajer cenderung memberikan dividen yang lebih rendah, karena tujuan kepemilikan manajerial sama dengan kebijakan dividen yaitu untuk mengurangi biaya keagenan ekuitas; 4) perusahaan manufaktur di Indonesia meskipun memiliki *leverage* operasi yang tinggi, tetap membagikan dividen dalam jumlah yang besar. Hal ini mungkin saja dilakukan oleh perusahaan untuk menarik minat investor; 5) investasi berpengaruh positif terhadap *leverage* keuangan pada perusahaan manufaktur di Indonesia dan hal ini sesuai dengan prediksi *pecking order hypothesis*; 6) perusahaan manufaktur di Indonesia yang memiliki kepemilikan saham oleh manajer cenderung memiliki *leverage* keuangan yang lebih rendah, karena kepemilikan manajerial dapat mensejajarkan kepentingan manajemen

dengan kepentingan pemegang saham dan mengurangi peranan utang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan; 7) perusahaan manufaktur di Indonesia komposisi *leverage* operasi berpengaruh pada *leverage* keuangan. Hal ini menunjukkan pada tingkat *leverage* operasi tinggi perusahaan cenderung mengurangi penggunaan utang karena utang dapat menambah beban tetap perusahaan, dan konsekuensinya perusahaan akan cenderung menggunakan utang yang kecil agar beban tetap perusahaan tidak bertambah besar dan menghindari kemungkinan terjadinya *financial distress*; 8) pada persamaan DI dikontrol oleh 2 variabel yaitu struktur aktiva dan ukuran perusahaan. Struktur aktiva dan ukuran perusahaan memiliki koefisien yang positif dan *p value* menunjukkan angka yang signifikan. Hasil penelitian ini menggambarkan bahwa struktur aktiva dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Hal ini berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula jumlah dividen yang dibagikan; 9) pada persamaan LK dikontrol oleh 2 variabel yaitu profitabilitas dan ukuran perusahaan. Profitabilitas memiliki koefisien yang positif, tetapi *p value* menunjukkan angka yang tidak signifikan. Hal ini berarti bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *leverage* keuangan perusahaan. Ukuran perusahaan memiliki koefisien yang positif dan *p value* menunjukkan angka yang signifikan. Hal ini berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula tingkat *leverage* keuangan yang dimiliki oleh perusahaan.

#### Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang diperoleh, peneliti selanjutnya yang memilih topik yang sama sebaiknya menambahkan variabel-variabel lain dalam penelitian, karena masih banyak faktor-faktor lain yang mempengaruhi dividen dan *leverage* keuangan, serta mencoba proksi-proksi lain sehingga diharapkan akan lebih baik dan lebih relevan dalam mengukur variabel. Sampel dalam penelitian ini hanya memilih perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama 5 tahun berturut-turut yakni tahun 2002-2006 yang menyebabkan hasil penelitian kurang memberikan manfaat secara maksimal. Oleh karena itu, peneliti selanjutnya perlu menambah jumlah kategori

perusahaan yang dijadikan sampel penelitian dan juga perlu menambah periode waktu data yang digunakan sehingga memberikan manfaat bagi investor dan pihak-pihak yang terkait lainnya.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Allen. 1993. "The Pecking Order Hypothesis: Australian Evidence". *Applied Financial Economics*. Vol. 3: 101-112.
- Baskin. 1989. "An Empirical Investigation of Pecking Order Hypothesis." *Financial Management*. Spring:26-35.
- Barclay, M.J., Smith, C.W., and Watt, R.S., 1995. The Determinant of Corporate Leverage and Dividend Policies, *The New Corporate Finance. Where Theory Meet Practice*, International Edition, Irwin McGraw-Hill: 214-299.
- Bringham Gapensi, 1996 "*Intermediate Financial management*, Fifth edition, the dryden press, New York.
- Damayanti. 2006. Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Payout Ratio. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 5. No. 1.
- Dermawan E.S., 1997. *Faktor-faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen pada Perusahaan-perusahaan yang Go Publik di BEJ tahun 1994*. Thesis S2. Msi. UGM.
- Edwin, H.D., Andreas, M., Manolis, D.T. 1996. "A Pedagogical Examination of the Relationship Between Operating and Financial Leverage and Systematic Risk". *Journal of Financial and Strategic Decision*. Vol. 9. No. 3.
- Easterbrook, F. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 74: 650-659.

- Fuad. 2006. Simultanitas dan “Trade-off” Pengambilan Keputusan Finansial dalam Mengurangi Konflik Agensi: Peran Corporate Ownership. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 9. No. 3.
- Husnan, S. 1997. Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Pendek), edisi 4, BPFE-UGM. Yogyakarta.
- Husnan, S. 1997. Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang), edisi 4, BPFE-UGM. Yogyakarta.
- Jensen dan Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economic*, Oktober, 1976, V.3, No. 4, pp. 305-360.
- Jensen, G.R., D.P Solberg dan T.S. Zorn. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*: 247-263.
- Mahadwarta. 2002. The Association of Managerial Ownership with Dividend Policy and Leverage Policy: A Logit Model. Proceeding Simposium *Surviving Strategies to Cope with the Future*, September 13<sup>th</sup>, Atmajawa Yogyakarta University, Yogyakarta: 367-377.
- Mahadwartha dan Hartono. 2002. Empirical Test of Balancing Model of Agency Cost, Contracting Model of Agency Theory, Collateral, and Growth Hypothesis in Indonesian Capital Market. *Simposium Nasional Akuntansi*, 6 September, Universitas Diponegoro, Semarang: 1-29.
- Moh’d M.A., L.G. Perry, and J.N. Rimbey. 1998. “The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: Time series Cross-Sectional Analysis”, *Financial Review*, August, Vol. 33, 85-99.
- Myer dan Majluf. 1984. “Corporate Financing and Investment Decision when Firm have Information Investors do not Have”, *Journal of Finance Economics* 13, 187-221.
- Nasir dan Putri. 2006, Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam perspektif teori keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9*, 23-26 Agustus, Padang.
- Riyanto, Bambang. 1997. *Dasar-dasar Pembelajaran Perusahaan*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Rozeff, M.S. 1982. Gwoth, beta and agency cost as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 5: 249-259.
- Siregar 2005. Hubungan antara deviden, leverage keuangan dan investasi. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen*. Vol.16. No 3 (Desember): 219-230.
- Widarjono, A. 2007. *Ekonometrika: Teori dan aplikasi untuk ekonomi dan Bisnis*. EKONISIA. UII. Yogyakarta.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5, No. 1.
- Yustiningsih, 2002. Interdependensi Antara Kebijakan *Dividend Payout Ratio*, *Financial Leverage*, dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang *Listed* di Bursa Efek Jakarta. *Journal Bisnis dan Ekonomi*. Vol 9 No. 2, 164-182.