

# STUDI EMPIRIS KEPUTUSAN-KEPUTUSAN DIVIDEN, INVESTASI, DAN PENDANAAN EKSTERNAL PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN INDONESIA YANG GO PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA

UMI NADHIROH

## ABSTRAK

Dari perilaku finansial perusahaan-perusahaan dari berbagai Negara yang berbeda dapat diperoleh perspektif yang lebih luas dan menyeluruh tentang masalah keuangan dan bisnis. Tujuan dari penelitian ini adalah menguji secara empiris hubungan antara keputusan dividen (*dividend decision*), Investasi (*investment decision*) dan pendanaan eksternal (*external financing decision*) pada perusahaan-perusahaan Indonesia yang *listed* di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini menggunakan rancangan *causal comparatif analytic* karena akan menguji secara empirik pengaruh timbal balik antara keputusan-keputusan dividen, investasi, dan pendanaan eksternal pada perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia yang terwakili dalam Bursa Efek Indonesia.

Signifikansi variable lagged dividen dalam menentukan tingkat pembayaran dividen menunjukkan bahwa perusahaan cenderung memperhatikan stabilitas dividen dalam menyusun kebijakan dividennya. Ini berarti bahwa teori stabilitas dividen berlaku dalam mempertimbangkan tingkat pembayaran dividen pada perusahaan-perusahaan Indonesia. Kondisi ini dapat diartikan bahwa telah terjadi signaling efek dimana keputusan dividen perusahaan dapat memberikan signal tentang prospek perusahaan dimasa datang yang terjadi akibat adanya asimetri informasi antara pemegang saham dan pihak manajemen.

Estimasi dari model investasi menunjukkan bahwa profit, *leverage financial*, dan pendanaan eksternal lebih signifikan dengan metode OLS daripada 2SLS. Sedangkan variabel akselerator kapasitas atau perubahan penjualan dan dividen tidak menunjukkan determinasi yang signifikan dalam model investasi ini. Sementara itu, terjadi kondisi yang berlawanan dengan model dividen dimana pada model investasi ini, tingkat signifikansi hubungan variabel independen terhadap variabel dependen nampak lebih tinggi perusahaan defensif dari pada perusahaan agresif. Terindikasi pula adanya perilaku pecking order, dimana perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung mendahulukan dana internalnya melalui laba ditahan dalam menandai investasi dan membayarkan dividennya daripada dana eksternalnya melalui hutang jangka panjang.

## PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang Masalah

Tujuan dari penelitian ini adalah menguji secara empiris hubungan antara keputusan dividen (*dividend decision*), keputusan investasi (*investment decision*) dan keputusan pendanaan eksternal (*external financing decision*) pada perusahaan-perusahaan Indonesia yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Dalam literatur tentang keuangan dan ekonomi telah banyak dijumpai studi empiris yang didasarkan pada data dividen, investasi dan pendanaan baik pada perusahaan-perusahaan Amerika maupun Eropa. Dengan memahami perilaku finansial perusahaan-perusahaan dari berbagai negara yang berbeda dengan obyek yang berbeda serta metode analisis yang berbeda dapat diperoleh perspektif yang lebih luas dan menyeluruh tentang masalah keuangan dan

bisnis (Mc Donald, Jacquillat, Nussenbaum 1975).

Disamping itu, dengan mengetahui hubungan antara variabel-variabel tersebut, diharapkan dapat digunakan sebagai pedoman dalam melakukan pengambilan keputusan dalam bidang keuangan. Sebab sesuai dengan pendapat Jacob dan Petit (1989) dalam Sudarma (1997) yang menyatakan bahwa maksimisasi nilai perusahaan sangat bergantung pada pilihan berbagai keputusan mengenai investasi, pendanaan dan dividen yang merupakan fungsi bagaimana keputusan berdampak pada harapan arus kas masa depan (*expected future cash flow*), resiko, dan keseimbangan antara pengembalian yang diharapkan (*expected return*) dan biaya yang dikeluarkan.

Beberapa literatur keuangan yang membahas mengenai investasi, dividen dan

pendanaan membedakan pemakaian istilah kebijakan dan keputusan. Istilah kebijakan sering digunakan untuk dividen karena menyangkut cara yang ditempuh dalam membayar dividen dalam hubungannya dengan laba ditahan guna mengoptimalkan nilai perusahaan. Sementara istilah keputusan cenderung digunakan pada investasi dan pendanaan karena menyangkut ketetapan yang dilakukan dalam menentukan alternatif investasi dan pendanaan sehubungan dengan adanya resiko dan ketidakpastian serta biaya modal. Dalam penelitian ini cenderung digunakan istilah keputusan pada ketiga variabel tersebut. Hal ini sesuai dengan istilah yang digunakan dalam penelitian Mc Donald, Jacquillat dan Nussenbaum (1975), Mboja Mukerjee (1994) dan Sudarma (1997) namun berbeda dengan yang digunakan oleh Pertiwi (2001) yang menggunakan istilah kebijakan untuk ketiga keputusan bidang keuangan tersebut.

Kebijakan atau keputusan keuangan secara garis besar dapat dikelompokkan dalam tiga kategori yaitu investasi, dividen dan pendanaan. Ketiga hal tersebut dalam pasar modal yang tidak sempurna yang ditandai dengan adanya pajak, biaya transaksi, dan *asimetris information*, berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin dalam harga sahamnya (Weston – Copeland, 1997, hal 138).

Keputusan dividen berhubungan dengan ketetapan pihak manajemen perusahaan dalam membagi keuntungan perusahaan kepada para pemegang sahamnya dengan memperhatikan alokasi laba ditahan sebagai dana untuk melakukan reinvestasi guna memaksimalkan nilai perusahaan. Sedangkan keputusan investasi dapat didefinisikan sebagai ketetapan yang dibuat perusahaan dalam membelanjakan dana yang dimilikinya dalam bentuk aset tertentu dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa datang. Dalam melakukan proses investasi, perusahaan memerlukan sumber dana baik yang diambil dari dalam perusahaan sendiri maupun melalui dana pihak lain di luar perusahaan (eksternal). Ketetapan untuk memilih alternatif sumber dana guna membiayai investasi perusahaan ini biasa disebut sebagai keputusan pendanaan.

Seperti pada penelitian-penelitian yang dilakukan sebelum ini yang akan disajikan pada bab berikutnya, alasan yang paling mendasar dari dilakukannya penelitian

tentang hubungan antara keputusan dividen, keputusan investasi dan keputusan pendanaan adalah adanya dua arus pandangan yang berbeda tentang hubungan ketiga keputusan tersebut. Pandangan pertama berhubungan dengan asumsi pasar modal sempurna dimana keputusan investasi perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan dividen dan pendanaan perusahaan (Miller dan Modigliani, 1961). Pasar modal yang sempurna ini ditandai dengan tidak adanya pajak pendapatan perseroan atau perusahaan, tidak adanya biaya emisi, tidak adanya pengaruh leverage keuangan terhadap biaya modal, investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek perusahaan serta kebijakan penganggaran modal perusahaan terlepas dari kebijakan dividennya dan sebagainya yang terkenal dengan asumsi pasar modal sempurna.

Sementara itu, sebagian besar ilmuwan menganggap kondisi pasar modal yang sempurna dalam realitasnya sangat tidak mungkin terjadi sehingga muncullah teori kedua yang mendasarkan pada ketidaksempurnaan pasar yang dikemukakan oleh Gordon (1963), Lintner (1962), Bhattacharya (1979) dan Ross (1977) serta Dhrymes dan Kurz (1967) tentang informasi asimetris. Dhrymes dan Kurz (1967) yang meneliti sejumlah perusahaan Amerika pada 1951-1960 dengan menggunakan model persamaan tunggal dan persamaan simultan melaporkan adanya kesalingtergantungan yang cukup besar antara keputusan-keputusan investasi dan dividen. Penelitian Dhrymes dan Kurz (1967) ini dibantah oleh Higgins (1972) dengan kesimpulan bahwa dividen adalah sebuah fungsi dari profit dan investasi tapi investasi tidak tergantung pada dividen dan temuan ini sesuai dengan teorema Miller dan Modigliani.

Dari sini dapat disimpulkan bahwa informasi asimetris telah memungkinkan munculnya ketergantungan kebijakan investasi terhadap dividen dan pendanaan akibat adanya aliran biaya dan pajak serta superioritas informasi manajer dari investor terhadap prospek perusahaan (Myer dan Majluf, 1984) dalam Mauge dan Mukerjee (1994). Mc Donald, Jacquillat dan Nussenbaum (1975) yang mencoba menguji hasil studi Dhrymes dan Kurz (1967) pada realitas perusahaan-perusahaan Perancis memperoleh kesimpulan yang bertentangan dengan pendapat Dhrymes dan Kurz (1967).

Namun pendapat ini tidak sepenuhnya dapat diartikan sebagai penerimaan terhadap teori Miller Modigliani.

Atas dasar pertentangan dua arus besar teori keuangan diatas serta terjadinya perbedaan realitas keputusan keuangan pada beberapa negara berbeda, maka sangat menarik untuk dibahas lebih lanjut dalam "Studi Empiris Keputusan-Keputusan Dividen, Investasi Dan Pendanaan Eksternal Pada Perusahaan-Perusahaan Indonesia Yang Go Publik Di Bursa Efek Indonesia".

**B. Perumusan Masalah**

1. Apakah keputusan dividen perusahaan dipengaruhi oleh profit dan keputusan dividen sebelumnya serta keputusan investasi dan pendanaan eksternal.
2. Apakah keputusan investasi perusahaan dipengaruhi oleh keputusan dividen, pendanaan eksternal, hutang jangka panjang, profit, net working capital dan perubahan penjualan.

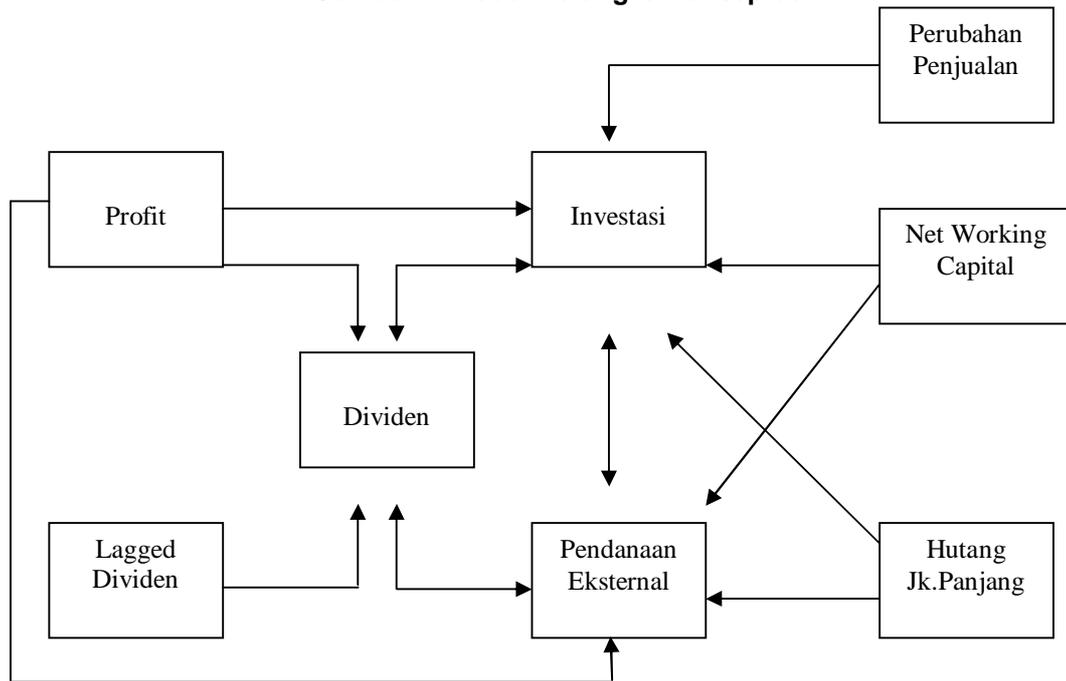
3. Apakah keputusan pendanaan eksternal dipengaruhi oleh keputusan investasi, keputusan dividen, profit, net working capital dan hutang jangka panjang.

**C. Tujuan Penelitian**

1. Untuk mengetahui apakah keputusan dividen perusahaan dipengaruhi oleh profit dan keputusan dividen sebelumnya serta keputusan investasi dan pendanaan eksternal.
2. Untuk mengetahui apakah keputusan investasi dipengaruhi oleh keputusan dividen, keputusan pendanaan eksternal, hutang jangka panjang, profit, net working capital dan perubahan penjualan.
3. Untuk mengetahui apakah keputusan pendanaan eksternal dipengaruhi oleh keputusan investasi, keputusan dividen, profit, net working capital dan hutang jangka panjang.

**D. Kerangka Konseptual**

**Gambar 1. Model Kerangka Konseptual**



**METODE PENELITIAN**

**A. Obyek dan Lokasi Penelitian**

Obyek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang go publik dan *list* di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang menerbitkan laporan keuangan selama periode penelitian dari tahun 2008 sampai

dengan tahun buku yang berakhir pada 31 Desember 2010.

Sedangkan lokasi penelitian adalah di Pojok BEI Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya. Alasan pemilihan lokasi penelitian di Pojok Bursa Efek Indonesia ini karena dianggap cukup representatif dengan telah terpenuhinya data-data yang dibutuhkan sebagai bahan analisis. Sedangkan pemilihan

perusahaan-perusahaan yang list di Bursa Efek Indonesia adalah karena Bursa Efek Indonesia merupakan bursa efek terbesar di Indonesia yang merupakan representasi perusahaan-perusahaan di seluruh Indonesia dan lagi, laporan keuangan perusahaan yang telah go publik dianggap lebih valid karena telah diaudit oleh pihak independen dan menggunakan standard akuntansi yang sama.

**B. Populasi dan Penentuan Sampel**

Dari populasi semua perusahaan yang go publik di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2008-2010, diperoleh sejumlah 227 perusahaan yang bersifat non jasa. Dari jumlah ini dipilih perusahaan-perusahaan yang mengeluarkan dividen selama tiga tahun berturut-turut dari tahun 2008 sampai tahun 2010 dan diperoleh sebanyak 33 perusahaan sebagai target sampel.

Berikut ini nama-nama perusahaan dalam masing-masing kelompok bidang usaha yang akan diteliti :

Tabel 1. Nama-nama perusahaan yang menjadi sampel

No	Kelompok Usaha	Nama Perusahaan
1	Agliculture, Forestry and Fishing	PT Astra Agro Lestari
2	Mining	PT Aneka Tambang
3		PT Medco Energi Corp.
4	Constuction	PT Petrosea
5	Food and Beverage (Manfc.)	PT Akhasa Wira International
6		PT Delta Djakarta
7		PT Indofood Sukses Makmur
8		PT Multi Bintang Indonesia
9	Tobacco Manufactures (Manfc.)	PT Bentoel Int. Investama
10		PT Gudang Garam
11		PT Hanjaya Mandala Sampoerna
12	Textile (Manfc.)	PT Eratex Djaja Ltd
13		PT Pan Brothers Tex
14		PT Unitex
15	Lumber and Wood (Manfc.)	PT Tirta Mahakam Plywood Ind.
16	Cemical and Allied (Manfc.)	PT Lautan Luas
17	Adhesive (Manfc.)	PT Duta Pertiwi Nusantara
18		PT Ekadharma Tape Industry
19		PT Intanwijaya International
20	Plastics & Glass (Manfc.)	PT Igar Jaya
21	Metal and Allied (Manfc.)	PT Lion Metal Works
22		PT Tembaga Mulia Semanan
23	Mechinery (Manfc.)	PT Komatsu Indonesia
24	Electric and El. Eq.(Mnfc.)	PT Metrodata Electronics
25	Automotive and Allied (Manfc.)	PT Goodyear Indonesia
26		PT Selamat Senpurna
27		PT Tunas Ridean
28	Pharmaceuticals (Manfc.)	PT Dankos Laboratories
29		PT Tempo Scan Pasific
30	Consumer Goods (Manfc.)	PT Mustika Ratu
31		PT Unilever Indonesia
32	Wholesale and Retail	PT Ramayana Lestari Sentosa
33		PT Tigaraksa Satria

Sumber : Indonesian Capital Market Directory, Pojok BEI

**C. Sumber dan Pengumpulan Data**

Data diperoleh dari Pojok Bursa Efek Indonesia yang berupa data sekunder dari *Indonesia Capital Market Directory*, dan sumber-sumber lain seperti internet, majalah, buku serta jurnal yang memuat informasi yang berkaitan dengan masalah penelitian tersebut. Jenis Data yang dikumpulkan adalah perkembangan laporan keuangan dari masing-masing perusahaan sampel untuk periode tahun 2008-2010 serta data-data yang dipublikasikan lainnya seperti laporan penelitian, majalah dan jurnal dengan melakukan proses dokumentasi. Sedangkan data disusun baik secara *pooling* maupun *cross section* selama tiga tahun terhadap semua sampel perusahaan.

**D. Teknik Analisis Data**

Penelitian ini menggunakan analisis yang didasarkan pada laporan keuangan dengan melakukan tabulasi variabel investasi, dividen, dan pendanaan eksternal selama tiga tahun dari sampel yang telah ditentukan. Dengan adanya hubungan kausalitas yang telah ditemukan dari beberapa penelitian sebelumnya dan atas dasar hipotesis yang peneliti ajukan di muka tentang hubungan timbal balik diantara variabel penelitian, maka perlu kiranya untuk meneliti masalah ini dalam kerangka model simultan (*simultaneous model*). Masalah simultanitas terjadi ketika hubungan satu arah tidak berarti yang disebabkan oleh kondisi dimana variabel Y ditentukan oleh variabel X dan sebaliknya beberapa variabel X juga ditentukan oleh Y. Dengan kata lain terjadi hubungan sebab akibat dua arah atau simultan yan membuat perbedaan antara dependen dan independen variabel menjadi kabur.

Dan untuk mengestimasi model persamaan simultan tersebut, pada penelitian ini digunakan metode persamaan tunggal. Dalam metode persamaan tunggal, dilakukan penaksiran terhadap tiap persamaan dalam sistem (dari persamaan simultan) secara individual dengan memperhitungkan setiap pembatasan yang ditempatkan pada persamaan itu. (Gujarati, 1997 hal 337).

Alat analisis ekonometrik dengan metode regresi kuadrat terkecil dua tingkat (*two-stage least squares*) digunakan dalam menganalisis data dalam penelitian ini. Sebagai bahan perbandingan dan pengujian

stabilitas hubungan variabel-variabel penelitian, penulis juga melakukan estimasi dengan regresi kuadrat terkecil biasa (*ordinary least square/OLS*). Penerapan kedua metode tersebut dilakukan dengan bantuan program komputer SPSS versi 10.

Pada dasarnya penerapan 2SLS adalah untuk memurnikan variabel yang menjelaskan stokastik ( $Y_i$ ) dari pengaruh gangguan stokastik ( $u$ ) yang dapat dicapai dengan regresi bentuk yang direduksi  $Y_i$  atas semua *predetermined variable* dalam sistem (tahap1) dengan mendapatkan taksiran  $Y_i$  dan

menggantikan dalam persamaan asli dengan yang ditaksir dan kemudian menerapkan OLS. Dari sini akan didapatkan penaksir yang konsisten (mengarah ke nilai sebenarnya dengan meningkatnya ukuran sampel) (Theil dan Basmann,1957) dalam Gujarati (1978).

**HASIL PENELITIAN**

**A. Gambaran umum Variabel-Variabel Penelitian**

Berikut ini ringkasan deskripsi variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini :

Tabel 2. Deskripsi Variabel-variabel Penelitian dalam Bentuk prosentase

No	Variabel	Mean	Minimum	Maksimum	Standard deviasi
1.	Dividen (D/S)	0,051	0,001	0,380	0,064
2.	Investasi (I/S)	0,283	0,030	1,659	0,295
3.	Pendanaan (F/S)	0,014	-0,26	0,423	0,084
4.	Profit (P/S)	0,110	0,006	0,269	0,071
5.	Lagged Dividen ( $D_{t-1}/S$ )	0,050	0,000	0,380	0,075
6.	Perubahan Penjualan ( $dS/S$ )	0,163	-0,47	0,774	0,187
7.	Net Working Capital ( $Wk/S$ )	0,299	-0,26	1,221	0,301
8.	Hutang Jgka Panjang ( $LTD/S$ )	0,108	0,000	0,795	0,157

Tabel 3 Deskripsi Variabel-variabel Penelitian dalam Bentuk Nominal (Rp)

No	Variabel	Mean (Juta Rp)	Minimum (Juta Rp)	Maksimum (Juta Rp)	Standard deviasi (juta Rp)
1.	Dividen (D)	133.909,07	637,96	3.374.994	436.727
2.	Investasi (I)	332.442,12	10.415,00	2.191.965	526.405
3.	Pendanaan (F)	12.720,06	-399.603,00	801.297	112.680
4.	Profit (P)	196.688,92	4.752,00	2.276.632	431.808
5.	Lagged Dividen ( $D_{t-1}$ )	125.264,92	-	3.374.994	436.482
6.	Perubahan Penjualan ( $dS$ )	337.278,30	-367.178,00	4.037.114	728.730
7.	Net Working Capital ( $Wk$ )	423.746,92	-300.914,33	6.064.692	1.013.707
8.	Hutang Jk. Panjang ( $LTD$ )	159.424,65	-	2.483.207	399.409
9.	Volume Penjualan ( $S$ )	1.618.083,60	41.381,00	17.970.450	3.156.645

**B. Hasil Analisis Ekonometrik**

**1. Hasil Analisis dengan Metode Kuadrat Terkecil Biasa (OLS) dan Metode Kuadrat terkecil Dua Tahap (2SLS)**

**a. Model Dividen (D/S)**

Tabel 4. Hasil Regresi Berganda Kuadrat Terkecil Biasa (OLS) terhadap Model Dividen (D/S)

	Pooling	Cross Section		
		Th. 2008	Th. 2009	Th. 2010
Konst.	0,0135 (1,188)	0,0234 (0,794)	-0,0106 (-0,009)	0,0029 (0,335)
P/S	0,317 (3,667)***	0,349 (1,231)	0,421 (4,917)***	0,409 (5,177)***
$D_{t-1}/S$	0,215 (2,711)***	0,442 (2,108)**	0,125 (2,033)**	-0,0566 (-0,468)
I/S	-0,238 (-1,196)	-0,0383 (-0,639)	-0,0238 (-0,979)	-0,0255 (-1,702)*

F/S	-0,0872 (-1,281)	-0,126 (-0,643)	0,0223 (0,236)	-0,104 (-2,125)**
Adj.R <sup>2</sup>	0,221	0,111	0,526	0,556
Sig.	0,000	0,122	0,000	0,000
F	7,934	1,998	9,866	11,004

Tabel 5. Hasil Regresi Berganda Kuadrat Terkecil Dua Tahap (2SLS) terhadap Model Dividen (D/S)

	Pooling	Cross Section		
		Th. 2008	Th. 2009	Th. 2010
Konst.	0,0111 (0,870)	0,0252 (0,844)	0,006232 (-0,491)	0,008866 (0,884)
P/S	0,296 (2,471)**	0,146 (0,469)	0,470 (5,513)***	0,439 (5,184)***
$D_{t-1}/S$	0,224 (2,611)**	0,489 (2,318)**	0,125 (2,101)**	-0,04396 (-0,357)
I/S	-0,006457 (-0,102)	7,185E-11 (0,631)	-3,658E-11 (-1,486)	5,209E-11 (1,271)

F/S	-0,133 (-0,394)	7,384E-11 (0,121)	1,738E-10 (1,280)	-6,435E-10 (-2,079)**
Adj.R <sup>2</sup>	0,202	0,103	0,551	0,547
Sig.	0,000	0,135	0,000	0,000
F	7,125	1,917	10,818	10,674

**b. Model Investasi (I/S)**

Tabel 6. Hasil Regresi Berganda Kuadrat Terkecil Biasa (OLS) terhadap Model Investasi (I/S)

	Pooling	Cross Section		
		Th. 2008	Th. 2009	Th. 2010
Konst.	0,05436 (1,156)	0,02329 (0,303)	0,04111 (0,470)	0,06177 (0,690)
P/S	2,061 (5,316)***	3,090 (4,129)***	2,565 (3,368)***	2,253 (2,783)***
dS/S	-0,144 (-1,27)	-0,152 (-0,643)	-0,181 (-0,897)	-0,164 (-0,803)
Wk/S	-0,283 (-3,219)***	-0,507 (-2,673)***	-0,381 (-2,233)**	-0,204 (-1,432)
LTD/S	1,326 (8,899)***	1,084 (3,244)***	0,934 (2,873)***	1,212 (5,153)***
D/S	-0,474 (-1,322)	-0,559 (-1,453)	-0,739 (-0,638)	-1,247 (-0,754)
F/S	-0,772 (-2,833)***	-1,085 (2,501)**	1,096 (1,554)	-1,50 (-3,333)***
Adj. R <sup>2</sup>	0,529	0,586	0,541	0,516
Sig.	0,000	0,000	0,000	0,000
F	19,365	8,560	7,298	6,695

Tabel 7. Hasil Regresi Berganda Kuadrat Terkecil Dua Tahap (2SLS) terhadap Model Investasi (I/S)

	Pooling	Cross Section		
		Th. 2008	Th. 2009	Th. 2010
Konst.	0,218 (1,414)	0,03985 (0,166)	0,157 (2,026)**	-0,02106 (-0,124)
P/S	3,558 (2,485)**	2,678 (2,244)**	0,127 (0,144)	1,553 (0,879)
dS/S	-0,151 (-1,169)	-0,307 (-0,579)	-0,192 (-1,159)	-0,02897 (-0,096)
Wk/S	-0,491 (-2,356)**	-0,505 (-1,029)	-0,06788 (-0,406)	-0,04608 (-0,194)
LTD/S	-0,906 (-0,452)	0,965 (0,572)	1,993 (7,668)***	0,651 (0,803)
D/S	-3,301 (-1,215)	2,062E-10 (0,20)	8,560E-10 (0,5717)	-1,165E-09 (-0,810)
F/S	7,840 (1,012)	-2,723E-10 (-0,041)	-4,118E-10 (-3,764)***	1,989E-09 (-0,380)
Adj. R <sup>2</sup>	0,490	0,465	0,670	0,332
Sig.	0,000	0,001	0,000	0,009
F	16,123	5,629	11,810	3,654

**c. Model Pendanaan Eksternal (F/S)**

Tabel 8. Hasil Regresi Berganda Kuadrat Terkecil Biasa (OLS) terhadap Model Pendanaan Eksternal (F/S)

	Pooling	Cross Section		
		Th. 2008	Th. 2009	Th. 2010
Konst.	-0,0064 (-0,407)	-0,01437 (-0,553)	-0,01061 (0,536)	-0,01214 (-0,405)
P/S	0,216 (1,355)	0,587 (1,624)	0,407 (-1,810)*	0,803 (2,732)***

Wk/S	-0,0148 (-0,449)	-0,0710 (-0,973)	-0,0673 (1,495)	-0,04688 (-0,898)
LTD/S	0,353 (5,514)***	0,373 (2,720)***	0,237 (2,819)***	0,307 (2,992)***
D/S	-0,154 (-1,186)	-0,163 (-1,041)	-0,05028 (-0,169)	-0,871 (-1,503)
I/S	-0,104 (-2,868)***	-0,187 (-2,695)***	0,0782 (1,625)	-0,196 (-3,318)***
Adj. R <sup>2</sup>	0,228	0,156	0,579	0,280
Sig.	0,000	0,085	0,000	0,015
F	6,779	2,186	9,813	3,491

Tabel 9. Hasil Regresi Berganda Kuadrat Terkecil Dua Tahap (2SLS) terhadap Model Pendanaan Eksternal (F/S)

	Pooling	Cross Section		
		Th. 2008	Th. 2009	Th. 2010
Konst.	-0,02742 (-1,043)	-0,02215 (-0,707)	0,0105 (0,536)	-0,02561 (-0,556)
P/S	-0,562 (-0,669)	0,04228 (0,089)	-0,05517 (-0,160)	-0,359 (-0,795)
Wk/S	-0,0693 (0,688)	0,02754 (0,322)	-0,02725 (-0,489)	-0,00298 (-0,043)
LTD/S	0,06369 (0,168)	0,220 (1,501)	0,543 (3,668)***	-0,210 (-0,961)
D/S	0,508 (1,793)	5,887E-11 (0,180)	3,204E-10 (-0,679)	3,783E-10 (0,742)
I/S	0,172 (0,514)	-5,242E-12 (-0,039)	-1,567E-10 (-1,437)	3,430E-10 (1,863)*
Adj. R <sup>2</sup>	0,160	-0,075	0,589	0,054
Sig.	0,001	0,733	0,000	0,0269
F	4,733	0,555	10,158	1,362

Keterangan :

- Angka dalam kurung merupakan nilai t-hitung (nilai absolut), nilai t tabel adalah t<sub>0,10</sub>=1,67 ; t<sub>0,05</sub>=2,00 ; t<sub>0,01</sub>=2,66
- \*\*\* Signifikan pada tingkat 0,01 (1%)
- \*\* Signifikan pada tingkat 0,05 (5%)
- \* Signifikan pada tingkat 0,10 (10%)

**2. Hasil Uji Kausalitas Granger (Granger Causality Test)**

Hasil uji Kausalitas Granger secara lengkap disajikan pada lampiran 10. Berikut ini sebagian hasil uji Kausalitas Granger terhadap variabel dividen(D/S), investasi (I/S) dan Pendanaan Eksternal (F/S) dengan menggunakan software E-Views.

Tabel 10. Sebagian Hasil Uji Kausalitas Granger

Hipotesis Nol	F Stat	Prob.	Ket.
I/S tidak mempengaruhi D/S	0,18040	0,8352	Diterima
D/S tidak mempengaruhi I/S	0,23728	0,78925	Diterima
F/S tidak mempengaruhi D/S	1,07506	0,34553	Diterima
D/S tidak mempengaruhi F/S	0,27456	0,76052	Diterima
I/S tidak mempengaruhi F/S	0,53718	0,58621	Diterima
F/S tidak mempengaruhi I/S	5,47676	0,00566	Ditolak

### C. Pengujian Hipotesis

#### a. Model Dividen (D/S)

Dari tabel hasil analisis regresi diatas sebagian besar menunjukkan bahwa keputusan dividen dipengaruhi/ditentukan oleh tingkat profit (P/S) dan keputusan dividen sebelumnya ( $D_{t-1}/S$ ). Variabel dividen (D/S) dipengaruhi oleh variabel profit secara positif dan signifikan dalam *pooled* data dengan tingkat signifikansi 1% dan dalam dua tahun dari tiga tahun secara *cross section* dengan tingkat signifikansi yang juga 1%. Signifikansi yang tinggi ini terjadi pada tahun 2009 dan 2010, sedangkan pada tahun 2008 variabel profit tidak mempengaruhi keputusan dividen secara signifikan. Kondisi yang sama terjadi juga pada analisis dengan menggunakan metode 2SLS dengan perbedaan tingkat signifikansi pada data *pooled*.

Sementara itu keputusan dividen tahun sebelumnya ( $D_{t-1}/S$ ) juga secara positif dan signifikan berpengaruh terhadap tingkat pembayaran dividen tahun setelahnya. Hal ini tampak pada hasil estimasi yang menunjukkan bahwa variabel *lagged* dividen ( $D_{t-1}/S$ ) berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dividen (D/S) pada data *pooled* dengan tingkat signifikansi 1% dan secara *cross section* dengan tingkat signifikansi 5%. Secara *cross section*, signifikansi variabel dividen sebelumnya dalam mempengaruhi variabel dividen sekarang terjadi pada tahun 2008 dan 2009, sedangkan pada tahun 2010, negatif namun tidak signifikan. Hasil tersebut relatif sama terjadi pada analisis data dengan metode 2SLS dengan tingkat signifikansi yang lebih rendah pada data *pooled*.

Disamping itu, dari tabel hasil estimasi juga dapat disimpulkan bahwa variabel investasi (I/S) secara negatif menentukan variabel dividen hanya pada data *cross section* tahun 2010 dengan tingkat signifikansi 5%, dan itupun terjadi hanya pada metode analisis dengan OLS. Sedangkan dengan metode 2SLS, variabel investasi tersebut tidak berpengaruh terhadap variabel dividen. Dari kondisi ini dapat diambil kesimpulan secara umum bahwa variabel investasi (I/S) tidak mempengaruhi variabel dividen (D/S) secara signifikan.

Sementara itu variabel pendanaan eksternal (F/S) menunjukkan hasil tidak signifikan dalam menentukan tingkat pembayaran dividen dua dari tiga tahun secara *cross section* dan secara *pooling*.

Hasil signifikan negatif ditemukan hanya pada tahun 2010 dengan tingkat signifikansi 5% baik dengan metode OLS maupun 2SLS. Dari sini dapat disimpulkan bahwa keputusan pendanaan eksternal perusahaan secara umum bersifat independen terhadap keputusan dividennya.

#### b. Model Investasi (I/S)

Variabel profit (P/S) mempengaruhi variabel investasi (I/S) secara positif dan signifikan di hampir semua jenis penyajian data. Secara *pooled* data, variabel tingkat profit secara positif dan signifikan menentukan keputusan investasi dengan tingkat signifikansi 1%. Demikian pula yang terjadi pada data *cross section*, nampak variabel profit (P/S) signifikan positif di semua tahun dengan tingkat signifikansi 1%. Namun hasil ini tidak terjadi pada analisis data dengan metode 2SLS, dimana variabel profit hanya signifikan pada penyajian data secara *pooled* dan signifikan pada satu dari tiga tahun secara *cross section*.

Variabel perubahan penjualan/ akselerator kapasitas ( $dS/S$ ) tidak memiliki koefisien yang signifikan di hampir semua jenis penyajian data dan metode analisis. Terdapat kecenderungan pengaruh yang negatif variabel perubahan penjualan ( $dS/S$ ) terhadap tingkat investasi (I/S) perusahaan namun tidak signifikan.

Variabel likuiditas ( $Wk/S$ ) yang ditunjukkan dengan nilai *net working capital*, menunjukkan hasil signifikan dan kesemuanya negatif. Ini terutama terjadi pada jenis penyajian secara *pooling* dengan tingkat signifikansi 1% dan pada data *cross section* dengan tingkat signifikansi 1% pada tahun 2008 dan 5% pada tahun 2009. Sementara itu, dengan metode 2SLS, variabel ini hanya signifikan pada data *pooling* dengan tingkat signifikansi 5%.

Variabel leverage atau yang diwakili oleh hutang jangka panjang ( $LTD/S$ ), pada metode estimasi persamaan tunggal mempengaruhi tingkat investasi (I/S) secara positif dan signifikan baik secara *pooling* maupun pada semua tahun secara *cross section* dengan tingkat signifikansi 1%. Sementara itu dengan metode 2SLS, variabel leverage, secara signifikan dan positif mempengaruhi variabel investasi hanya pada tahun 2009, sedangkan pada tahun 2008 dan 2010 serta secara *pooled*, tidak ditemukan pengaruh yang signifikan.

Koefisien dividen (D/S) dalam persamaan investasi (I/S) tidak menunjukkan hasil yang signifikan dalam semua jenis penyajian data. Dengan kata lain tidak didapati bukti adanya pengaruh keputusan dividen terhadap keputusan investasi pada perusahaan-perusahaan Indonesia yang *list* di BEI.

Sementara itu, dengan metode persamaan tunggal diperoleh koefisien yang negatif dan signifikan variabel pendanaan eksternal (F/S) pada model investasi (I/S) yang terjadi pada penyajian data secara *pooled* dan pada tahun 2008 dan 2010 secara *cross section* dengan tingkat signifikansi 1% dan 5%. Sedangkan pada metode persamaan simultan (2SLS), variabel pendanaan eksternal (F/S) hanya signifikan mempengaruhi investasi (I/S) pada tahun 2009 dengan tingkat signifikansi 1%.

### c. Model Pendanaan Eksternal (F/S)

Hasil estimasi model pendanaan eksternal disajikan pada tabel 8 dan 9. Determinan paling signifikan pada model pendanaan eksternal (F/S) adalah tingkat hutang jangka panjang (LTD/S) yang diikuti oleh variabel investasi (I/S). Variabel profit (P/S) secara signifikan dan positif mempengaruhi pendanaan eksternal (F/S) perusahaan hanya pada tahun 2009 dan 2010 pada data *cross section* dengan tingkat signifikansi 10% dan 1%. Sedangkan dalam kerangka persamaan simultan, variabel profit (P/S) ini tidak menentukan tingkat pendanaan eksternal (F/S) secara signifikan baik secara *pooling*, maupun secara *cross section*.

Variabel likuiditas (Wk/S) juga demikian, ia tidak menunjukkan pengaruh yang berarti di hampir semua jenis penyajian data serta metode analisis. Terdapat pengaruh negatif di sebagian jenis penyajian data dan positif di sebagian lainnya namun tidak signifikan.

Sedangkan Variabel leverage yang diwakili dengan hutang jangka panjang (LTD/S) menunjukkan hasil yang signifikan dan positif dengan tingkat signifikansi 1% yang berlaku pada semua jenis penyajian data dengan metode kuadrat terkecil biasa. Sementara dalam kerangka persamaan simultan, variabel leverage ini hanya signifikan pada tahun 2009 dengan tingkat signifikansi 1%.

Dalam model pendanaan eksternal (F/S), variabel dividen (D/S) tidak memiliki

pengaruh yang signifikan dalam menentukan tingkat pendanaan eksternal. Ini terjadi pada semua jenis penyajian data dan metode analisis. Meskipun sebagian hasil menunjukkan pengaruh positif dan sebagian negatif, namun kondisi ini tidaklah signifikan.

Sedangkan variabel investasi (I/S) sebaliknya menentukan tingkat pendanaan eksternal (F/S) secara negatif dengan tingkat signifikansi yang cukup tinggi yakni 1% yang terjadi pada tahun 2008 dan 2010 serta secara *pooled*. Namun dalam kerangka persamaan simultan, variabel investasi (I/S) secara negatif dan signifikan mempengaruhi pendanaan eksternal (F/S) hanya pada tahun 2010 dengan tingkat signifikansi 10%. Namun secara umum dapat disimpulkan tentang pengaruh negatif keputusan investasi terhadap keputusan pendanaan eksternal perusahaan. Hasil ini cenderung memiliki perbedaan dengan penemuan Mc Donald, Jackuillat dan Nussenbaum (1975) pada perusahaan-perusahaan Perancis dan Mogue Mukherjee (1994) pada perusahaan Amerika. Mean dari koefisien determinasi di dalam model pendanaan eksternal di Indonesia adalah 0,29. Sementara nilai untuk perusahaan-perusahaan Perancis pada penelitian Mc Donald Jackuillat dan Nussenbaum (1975) adalah 0,35 dan untuk perusahaan-perusahaan Amerika oleh Dhrymes dan Kurz (1956) sebesar 0,22.

### D. Hubungan Kausalitas antara Keputusan-Keputusan Dividen, Investasi dan Pendanaan Eksternal

Seperti yang telah dihipotesiskan di awal penelitian tentang terjadinya pola hubungan yang simultan dua arah antara keputusan dividen, investasi dan pendanaan eksternal, pada bagian berikut akan diulas lebih lanjut pola hubungan antara keputusan dividen dengan keputusan investasi, keputusan dividen dengan pendanaan eksternal serta keputusan investasi dengan keputusan pendanaan eksternal.

#### Hubungan Kausalitas antara Keputusan Dividen dan Keputusan Investasi

Dari penelitian ini ditemukan bahwa keputusan dividen tidak dipengaruhi oleh keputusan investasi dan sebaliknya keputusan investasi (aktiva tetap) perusahaan juga tidak ditentukan oleh keputusan dividennya. Dengan kata lain bahwa antara keputusan dividen dengan keputusan investasi perusahaan terdapat independensi. Namun secara umum terjadi kecenderungan

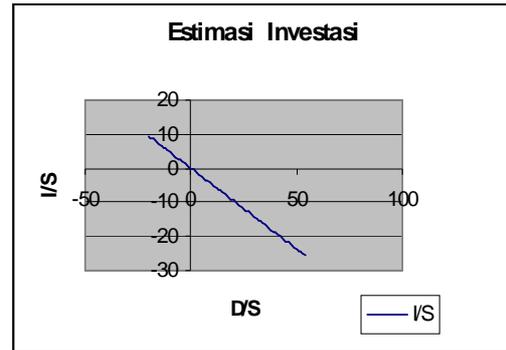
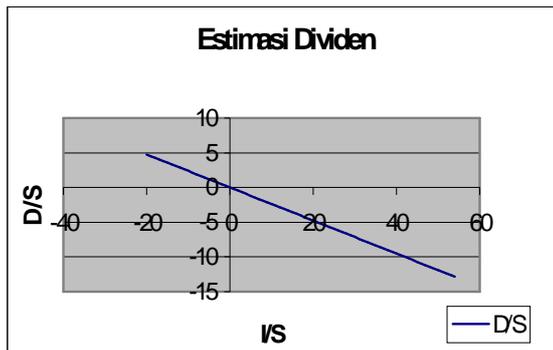
hubungan dua arah yang negatif namun tidak signifikan antara variabel dividen dan investasi.

Dalam model dividen diperoleh koefisien  $-0,238$  pada variabel investasi. Ini berarti bahwa jika investasi naik sebesar 1%, maka dividen akan turun sebesar 0,238% dan seterusnya. Sementara dalam model investasi

diperoleh koefisien  $-0,474$  pada variabel dividen yang berarti bahwa jika dividen naik sebesar 1%, maka investasi akan menurun sebesar 0,47% dan seterusnya. Namun sekali lagi kondisi ini nampak kurang signifikan.

Pola hubungan tersebut dapat dijelaskan dalam bentuk grafik berikut:

Gambar 2. Diagram Kausalitas Hubungan Keputusan Dividen dan Investasi



Sementara itu dari hasil analisis dengan menggunakan uji kausalitas Granger diperoleh kesimpulan yang mendukung kondisi tersebut bahwa antara keputusan dividen dan investasi terjadi independensi. Keputusan investasi tidak mempengaruhi (secara Granger) keputusan dividen dengan probabilitas 0,83 atau 83%. Ini berarti bahwa kemungkinan terjadi kesalahan jika menolak hipotesis nol (dividen tidak mempengaruhi investasi) adalah sebesar 83%. Sebaliknya, keputusan investasi juga tidak mempengaruhi (secara Granger) keputusan dividen dengan probabilitas 79%.

Dan temuan ini sesuai dengan teorema Miller dan Modigliani dalam kerangka pasar modal sempurna. Hasil ini otomatis menolak hipotesis tentang adanya hubungan dua arah positif antara keputusan dividen dan keputusan investasi perusahaan. Menurut Higgins (1972), yang temuannya juga menunjukkan bahwa didapati koefisien negatif signifikan variabel investasi pada model dividennya, menyatakan bahwa kondisi demikian mendukung adanya hipotesis bahwa terjadi *trade-off* antara keputusan dividen dan investasi. Dengan kata lain, dengan adanya pengeluaran modal untuk investasi (*capital expenditure*) akan mengurangi pembayaran dividen untuk jangka waktu tertentu. Di sisi lain, peningkatan jumlah pembayaran dividen pada saat ini akan menghambat pengeluaran investasi perusahaan, paling tidak dalam jangka pendek.

Hasil temuan ini juga berbeda dengan penelitian terdahulu dari Mc. Donald, Jacquillat dan Nussenbaum (1975) yang menyatakan bahwa keputusan dividen tidak ditentukan oleh investasi, namun keputusan investasi dipengaruhi oleh keputusan dividen dengan kecenderungan positif. Yang menarik, Mc Donald dan kawan-kawan menyatakan bahwa meskipun variabel dividen signifikan menentukan investasi pada penelitiannya, namun mereka tidak menganggap hasil temuannya berlawanan dengan teorema Miller Modigliani, karena dividen, menurut mereka dapat dianggap sebagai proksi dari *lagged capital stock* dalam model akselerator Chenery atau proksi dari "pendapatan ekonomis yang sebenarnya" dari perusahaan-perusahaan Perancis. Dari sini dapat disimpulkan bahwa kondisi di Indonesia ternyata sangat berbeda dengan di Perancis dimana variabel dividen bukanlah proksi dari *lagged capital stock* ataupun *pendapatan ekonomi* seperti pada perusahaan-perusahaan Perancis tersebut.

Sedangkan menurut Mboja mukherjee (1994), pola hubungan negatif antara keputusan dividen dan investasi disebabkan kemampuan perusahaan untuk memupuk dana internalnya menjadi berkurang dan adanya suatu keinginan untuk memelihara tingkat *borrowing capacity*. Dimana pemupukan *borrowing capacity* memerlukan waktu dalam rangka untuk menjaga *Debt to Equity ratio* perusahaan. Mboja Mougue dan

Mukherjee (1994) dalam model kausalitas Granger-nya menyatakan adanya hubungan dua arah negatif antara perubahan dalam dividen dan perubahan dalam investasi. Hasil penelitian ini juga mendukung temuan Smirlock dan Marshall (1983) tentang independensi hubungan yang menurut Mboja Mukerjee (1994) dianggap bias karena tidak menyertakan variabel pendanaan.

Sementara itu, kondisi demikian sangat berlawanan dengan hasil pengamatan Sudarma (1997) yang dilakukan pada sampel perusahaan di BES tahun 1990-1996. Dari penelitian ini didapati hubungan dua arah yang positif antara dividen dan investasi yang diantaranya diakibatkan kondisi pasar modal ketika itu yang masih belum didukung oleh infrastruktur hukum sebagai instrumen untuk melindungi investor terutama investor individual. Dari kondisi ini mengakibatkan perusahaan dapat melakukan pendanaan eksternal tanpa memperdulikan kapasitas meminjamnya yang telah menipis bahkan telah habis.

Dari hasil temuan terhadap pola hubungan dividen dan investasi tersebut, secara umum memiliki kesesuaian dengan teori yang ada tentang adanya *trade off* antara keputusan dividen dengan keputusan investasi akibat adanya keinginan perusahaan untuk memupuk dana internalnya guna menjaga tingkat *borrowing capacity*-nya. Namun sekali lagi, pola hubungan tersebut tidak begitu signifikan.

Dalam kerangka *Asimetris Information*, adanya independensi ini masih belum bisa dianggap sebagai argumen bahwa pasar

modal relatif sempurna dan tidak adanya asimetri informasi. Dengan kata lain, kondisi ini bukan berarti menunjukkan bahwa informasi tentang kondisi perusahaan telah bersifat transparan dan diketahui secara bebas baik oleh pihak manajemen, investor maupun stakeholder, namun kemungkinan terjadi lebih karena kondisi pasar modal yang masih dalam masa transisi setelah adanya krisis ekonomi dan moneter awal tahun 1998.

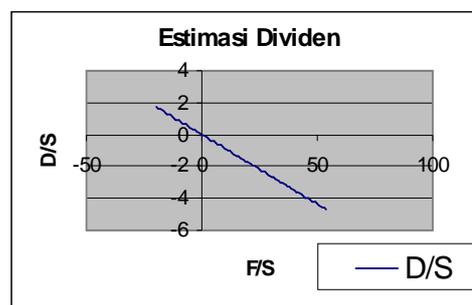
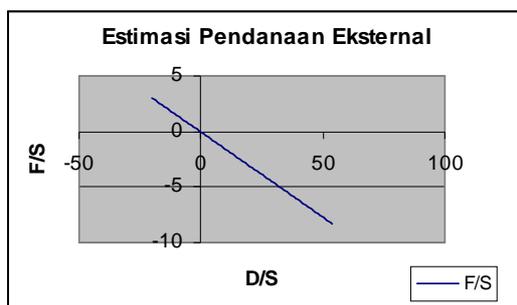
### Hubungan Kausalitas antara Keputusan Dividen dengan Keputusan Pendanaan Eksternal

Keputusan dividen, dalam penelitian ini juga tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan eksternal (pengaruh negatif untuk OLS dan positif untuk 2SLS tapi tidak signifikan) dan sebaliknya keputusan pendanaan eksternal juga tidak mempengaruhi keputusan dividen (pengaruh negatif tapi tidak begitu signifikan). Dengan kata lain, terjadi independensi keputusan antara dividen dan pendanaan eksternal.

Dalam model dividen diperoleh koefisien  $-0,0872$  pada variabel pendanaan eksternal. Ini berarti bahwa jika pendanaan eksternal naik sebesar 1%, maka dividen akan turun sebesar 0,087% dan seterusnya. Sementara dalam model pendanaan eksternal diperoleh koefisien  $-0,154$  pada variabel dividen yang berarti bahwa jika dividen naik sebesar 1%, maka pendanaan eksternal akan menurun sebesar 0,154% dan seterusnya. Namun sekali lagi kondisi ini nampak kurang signifikan.

Pola hubungan tersebut dapat dijelaskan dalam bentuk grafik berikut :

Gambar 3. Diagram Kausalitas Hubungan Keputusan Dividen dan Pendanaan Eksternal



Sementara itu dari hasil uji kausalitas Granger diperoleh kesimpulan yang juga mendukung kondisi tersebut bahwa antara keputusan dividen dan pendanaan eksternal terjadi independensi. Keputusan dividen tidak mempengaruhi (secara Granger) keputusan pendanaan eksternal dengan probabilitas

0,76 atau 76%. Ini berarti bahwa kemungkinan terjadi kesalahan jika menolak hipotesis nol (dividen tidak mempengaruhi investasi) adalah sebesar 76%. Sebaliknya, keputusan pendanaan eksternal juga tidak mempengaruhi (secara Granger) keputusan dividen dengan probabilitas 34,5%.

Temuan ini relatif sama dengan hasil temuan Mc Donald, Jackuillat dan Nussenbaum (1975) yang menunjukkan koefisien negatif dua arah baik pada variabel dividen maupun pendanaan eksternal namun tidak signifikan. Ini berarti bahwa pada tingkat profit, lagged dividen dan investasi tertentu, tidak ditemukan adanya sebagian perusahaan di Indonesia (listed di BEI) yang membayar dividen tinggi dan menggunakan pendanaan eksternal sementara sebagian lainnya membayar dividen rendah dan tidak menggunakan pendanaan eksternal. Dengan kata lain tidak didapati adanya hubungan yang positif antara keputusan dividen dengan pendanaan eksternal perusahaan di Indonesia.

Hasil ini kemungkinan diakibatkan oleh kondisi perekonomian di Indonesia setelah krisis moneter dimana perusahaan-perusahaan lebih berhati-hati dalam menggunakan pendanaan eksternal. Disamping itu juga, hasil ini kemungkinan akibat pengambilan sampel dengan menyeleksi hanya perusahaan-perusahaan yang aktif membayarkan dividen minimal tiga tahun berturut-turut yang dimasukkan sebagai sampel penelitian.

Kondisi ini berbeda dengan hasil penelitian Mboja Mukerjee (1994) yang menyatakan adanya hubungan kausalitas positif dua arah antara perubahan dalam dividen dan perubahan dalam pendanaan eksternal. Aliran positif dari pendanaan

eksternal (hutang) ke dividen menurut Mboja Mukherjee menunjukkan bahwa terdapat kondisi dimana perusahaan menggunakan hutang untuk mendanai pembayaran dividennya ketika kapasitas meminjamnya berlebihan.

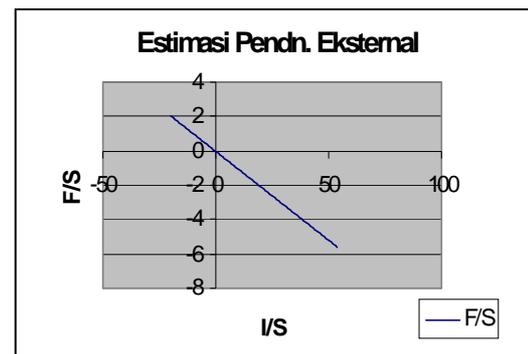
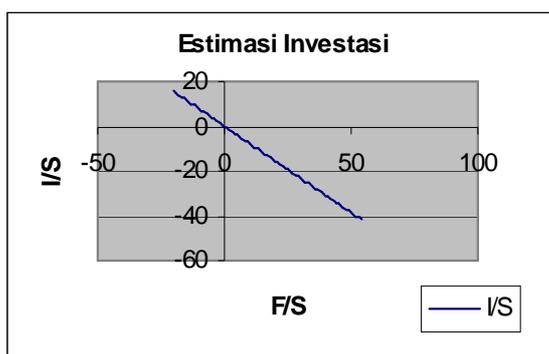
#### Hubungan Kausalitas antara Keputusan Investasi dengan Keputusan Pendanaan Eksternal

Dari hasil estimasi terhadap tiga model keputusan tersebut, di peroleh hasil bahwa antara keputusan investasi dan keputusan pendanaan eksternal terjadi hubungan negatif dua arah. Ini berarti peningkatan investasi perusahaan diikuti oleh menurunnya pendanaan eksternal dan sebaliknya meningkatnya pendanaan eksternal perusahaan tidak diikuti oleh meningkatnya investasi.

Dalam model investasi diperoleh koefisien  $-0,772$  pada variabel pendanaan eksternal. Ini berarti bahwa jika pendanaan eksternal naik sebesar 1%, maka investasi akan turun sebesar 0,772% dan seterusnya. Sementara dalam model pendanaan eksternal diperoleh koefisien  $-0,104$  pada variabel investasi yang berarti bahwa jika investasi naik sebesar 1%, maka pendanaan eksternal akan menurun sebesar 0,104% dan seterusnya. Dan kondisi ini terjadi dengan tingkat signifikansi 1%.

Untuk memperjelas bentuk pola hubungan tersebut dapat disajikan dalam bentuk grafik sebagai berikut :

Gambar 4. Diagram Kausalitas Hubungan Keputusan Investasi dan Pendanaan Eksternal



Sementara itu dari hasil uji kausalitas Granger diperoleh kesimpulan yang sedikit berbeda dimana keputusan investasi dipengaruhi oleh keputusan pendanaan eksternalnya namun keputusan pendanaan eksternal tidak dipengaruhi keputusan investasi. Dengan kata lain terjadi hubungan searah antara keputusan investasi dan

pendanaan eksternal. Keputusan investasi tidak mempengaruhi (secara Granger) keputusan pendanaan eksternal dengan probabilitas 0,59 atau 59%. Ini berarti bahwa kemungkinan terjadi kesalahan jika menolak hipotesis nol (dividen tidak mempengaruhi investasi) adalah sebesar 59%. Sebaliknya, keputusan pendanaan eksternal juga tidak

mempengaruhi (secara Granger) keputusan investasi dengan probabilitas 0,005 atau 0,5%. Karena nilai probabilitas yang dibawah 5%, maka hipotesis tersebut ditolak, sehingga keputusan investasi dipengaruhi pendanaan eksternalnya. Namun secara umum hasil tersebut tidak dapat dianggap berlawanan dengan hasil dengan metode OLS dan 2SLS karena dalam kedua metode analisis tersebut terdapat perbedanaan dimana pada analisis dengan OLS diperoleh pola hubungan dua arah yang negatif signifikan, sementara dengan metode 2SLS tidak diperoleh hasil yang signifikan.

Hasil ini sangat berbeda dengan kondisi perusahaan-perusahaan Perancis oleh Mc Donald, Jackuillat dan Nussenbaum (1975) yang ditemukan hubungan dua arah yang positif antara keputusan pendanaan eksternal dan investasi. Dan temuan ini juga berbeda dengan kondisi di Amerika pada penelitian Mboja Mukherjee (1994) yang menyatakan adanya hubungan kausalitas dua arah positif pada kedua keputusan ini.

Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa hipotesis tentang keadaan dimana perusahaan-perusahaan (di Indonesia) menggunakan pendanaan eksternal untuk melakukan investasi ditolak dalam penelitian ini. Hal ini kemungkinan diakibatkan adanya kondisi pada saat data ini diambil, dimana masih berhati-hatinya perusahaan melakukan pendanaan eksternal dalam mendanai investasinya.

Kemungkinan lainnya diakibatkan kondisi perekonomian ketika itu dimana hutang luar negeri pihak swasta yang membengkak akibat menurunnya nilai tukar rupiah terhadap dollar US. Kondisi ini mengakibatkan perusahaan-perusahaan berusaha untuk mengurangi pendanaan eksternalnya berapapun jumlah investasinya dan perusahaan hanya menggunakan dana internal akibat terhambatnya pengucuran kredit. Dalam pandangan Kwik Kian Gie (1999), kondisi semacam ini dapat disebut sebagai *overinvestment* yaitu kondisi dimana terlalu besarnya investasi yang dipicu modal asing dalam bentuk hutang, karena tabungan nasional sudah lebih dari habis untuk berinvestasi.

### E. Implikasi Hasil Penelitian

Dalam kerangka pasar modal yang tidak sempurna, yang ditandai dengan adanya pajak, asimetri informasi dan biaya transaksi, pengujian hipotesis pertama tentang

terjadinya hubungan negatif namun tidak signifikan antara keputusan dividen dengan keputusan investasi menunjukkan adanya perilaku pecking order pada perusahaan-perusahaan Indonesia namun belum signifikan. Hal ini bisa dilihat dari adanya *trade-off* antara keputusan dividen dan investasi dimana jika perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, investasinya akan berkurang akibat berkurangnya dana. Sebaliknya jika perusahaan meningkatkan investasinya, pembayaran dividen cenderung menurun karena berkurangnya dana untuk pembayaran dividen dan perusahaan berusaha memupuk dana internalnya melalui laba ditahan untuk meningkatkan kapasitas meminjam (*borrowing capacity*) nya.

Kondisi tentang adanya perilaku pecking order ini juga didukung oleh hubungan kausalitas antara keputusan dividen dengan keputusan pendanaan Eksternal. Hubungan kausalitas antara keputusan dividen dan pendanaan eksternal yang menunjukkan kondisi dimana peningkatan dividen tidak diikuti oleh peningkatan pendanaan eksternal dan sebaliknya bahwa perusahaan tidak menggunakan pendanaan eksternal untuk meningkatkan pembayarannya mengindikasikan adanya penggunaan dana internal.

Perilaku ini juga didukung oleh adanya hubungan kausalitas negatif dua arah antara keputusan pendanaan eksternal dan investasi. Ini berarti kenaikan investasi perusahaan tidak diikuti oleh naiknya jumlah hutang jangka panjang sehingga dapat disimpulkan juga bahwa perusahaan tidak menggunakan dana eksternal untuk mendanai investasi aktiva tetapnya melainkan dengan menggunakan dana internal. Kesimpulan ini didukung dengan adanya pengaruh positif variabel profit pada model investasi maupun model pendanaan eksternal.

Perilaku ini merupakan antiklimaks dari yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan Indonesia khususnya manufaktur di BES dengan sampel laporan keuangan perusahaan tahun 1990-1996 hasil penelitian Sudarma (1998) yang menunjukkan hubungan kausalitas positif dan signifikan antara dividen dan investasi, serta pendanaan eksternal dan dividen yang berarti bahwa perusahaan cenderung melakukan pemupukan *borrowing capacity*-nya dengan

melakukan right issue, yang mana hal ini merupakan alternatif terakhir dilakukan oleh perusahaan-perusahaan Amerika pada penelitian Mboja Mukerjee (1994).

Kecenderungan penggunaan dana internal (*self financing*) tersebut kemungkinan diakibatkan masih adanya berbagai hambatan dalam aliran dana dari tabungan menjadi investasi terutama di sektor riil. Ini disebabkan belum berjalannya restrukturisasi kredit, sehingga perusahaan-perusahaan besar yang berpotensi menyerap dana tabungan masih belum bisa merealisasi kredatnya. Disamping itu, masalah keamanan juga memegang peranan penting terhadap terciptanya kondisi ini (Widoatmojo, 2001)

### KESIMPULAN

Penelitian ini mencoba mengestimasi model-model dividen, investasi dan pendanaan eksternal dari perusahaan-perusahaan yang go publik di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2008-2010 baik secara pooling maupun secara cross section pada masing-masing tahun. Hasil estimasi menunjukkan bahwa keputusan dividen pada perusahaan-perusahaan Indonesia kesemuanya dapat dideskripsikan dengan baik dengan menggunakan model dividen Lintner (1956) yang validitas empirisnya telah teruji secara luas. Variabel investasi dan pendanaan eksternal menunjukkan hasil tidak signifikan untuk persamaan dividen baik pada kerangka persamaan tunggal (OLS) maupun dalam kerangka persamaan simultan (2SLS) serta dalam uji Kausalitas Ganger. Sementara itu, determinasi ini nampak lebih tinggi pada perusahaan agresif dari pada perusahaan-perusahaan defensif/bertahan.

Estimasi dari model investasi menunjukkan bahwa profit, likuiditas, leverage finansial dan pendanaan eksternal lebih signifikan dengan metode OLS dari pada 2SLS. Sedangkan variabel akselerator kapasitas atau perubahan penjualan dan dividen tidak menunjukkan determinasi yang signifikan dalam model investasi ini. Sementara itu, terjadi kondisi yang berlawanan dengan model dividen dimana pada model investasi ini, tingkat signifikansi hubungan variabel independen terhadap variabel dependen nampak lebih tinggi perusahaan defensif dari pada perusahaan agresif.

Pendanaan eksternal, merupakan fungsi dari profit, hutang jangka panjang, dan investasi. Variabel net working capital dan keputusan dividen tidak signifikan dalam menentukan tingkat pendanaan eksternal.

Dalam hal kausalitas hubungan, terjadi independensi hubungan antara keputusan dividen dan keputusan investasi. Independensi hubungan juga terjadi antara keputusan dividen dengan keputusan investasi. Sedangkan antara keputusan investasi dan keputusan pendanaan eksternal terjadi hubungan sebab akibat dua arah yang negatif.

Secara umum, temuan kami mendukung hipotesis Miller dan Modigliani bahwa antara keputusan dividen dan investasi terjadi independensi. Kesimpulan ini juga sesuai dengan hipotesis Mc Donald Jackuillat dan Nussenbaum (1975) meskipun hasil estimasinya berbeda. Sementara itu, temuan kami juga mendukung argumen Mc Donald dan kawan-kawan yang mempertanyakan pendapat Dhrymes dan Kurz (1972) yang mendukung penggunaan kerangka persamaan simultan dalam mengestimasi persamaan dividen, investasi dan pendanaan. Hal ini karena adanya hasil yang tidak berbeda secara signifikan antara penerapan metode OLS tunggal dengan 2SLS.

Dalam kerangka ketidaksempurnaan pasar, diperoleh indikasi adanya asimetri informasi dengan keengganan manajemen menaikkan ataupun menurunkan tingkat dividennya karena membawa muatan informasi tentang prospek perusahaan. Disamping itu terindikasi pula adanya perilaku *pecking order*, dimana perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung mendahulukan dana internalnya melalui laba ditahan dalam mendanai investasi dan membayarkan dividennya dari pada dana eksternalnya melalui hutang jangka panjang. Namun fenomena ini relatif belum begitu signifikan. Hal ini kemungkinan merupakan manifestasi perubahan perilaku perusahaan-perusahaan dalam masa peralihan dari sebelum krisis moneter dan setelahnya.

## DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene and Louis C. Gapensky. 1996. *Intermediate Financial Management*, fifth edition.
- Chen, Carl R. and Thomas L. Steiner. 1999. *Managerial Ownership and Agency Costs A of Non Linear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy*. Dalam *The Financial Review* 34: 119 – 136.
- Easterbrook. 1984. *Two Agency Cost Explanation of Dividend*. Dalam *American Economic Review* 72: 650 – 58.
- Gie, Kwik Kian. 1999. *Ekonomi Indonesia Dalam Krisis dan Transisi Politik*. Penyunting Priyo Utomo dan Dwi Helly Purnomo, Gramedia Pustaka Utama.
- Gujariti, Damodar. 1978. *Basic Econometric*. Mc Graw – Hill, Inc.
- Hair, Anderson, Tatham, and Black. 1998. *Multivariate Data Analysis, Fifth Edition*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice-Hall International.
- Husnan, Suad. 1996. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi ketiga. Yogyakarta: Penerbit UPP AMPYKPN.
- Jones, Charles P. 1996. *Investment Analysis and Management, Sixth Edition*. Wiley.
- Makidakis, Spyros, Steven C. Wheel Wright, Victor E Mc. Gee. 1995. *Metode dan Aplikasi Peramalan*. Alih bahasa Untung Sus Andriyanto, MSc dan Abdul Basith MSc. Edisi ke 2 jilid 1. Jakarta: Erlangga.
- Sudarma, Made, Ubud Salim, Hari Susanto. 1998. *Analysis Kausalitas Keputusan Dividen, Investasi dan Pendanaan Eksternal Pada Perusahaan Manufaktur di BES*. Dalam *Wacana* Vol I, No.2
- Sharpe, William E and G. Alexander, and J.V Bailey. 1997. *Investasi*, Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta: Prenhallindo.
- Solimun. 2002. *Multivariate Analysis, Structural Equation Modelling*. Lisrell dan Amos. Universitas Negeri Malang Press.
- Weston J Fred, Thomas E Copeland. 1997. *Manajemen Keuangan*. Alih Bahasa: A Jaka Wasana dan Kibrandoko. Bina Aksara.