



## ANALISIS HUBUNGAN SIMULTANITAS ANTARA KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Ananda Dian Damayanthi, Puji Harto<sup>1</sup>

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedarto SH. Tembalang, Semarang 50239, Phone +622476486851

### ABSTRACT

*The purpose of this research is to analyze the simultaneous relationship between debt policy and dividend policy, the influence of market to book value, concentration ownership, return on assets, and firm size to dividend policy and the influence of market to book value, concentration ownership, liquidity, and firm size to debt policy of non-financial and non-banking companies were listed on Indonesia Stock Exchange.*

*Sample in this research were selected by using purposive sampling method with some selected criterias. 72 companies listed on 2010 until 2014's Indonesia Stock Exchange were chosen as sample. The statistic method that used in this research are descriptive analysis, classical assumption test (Normality test, Heteroscedasticity test, multicollinearity test, autocorrelarity test), simultaneous equation models analysis (Two Stage Least Squares), Hausman Test, hypothesis test (F-statistics Test, t-statistics test, and Coefficient of Determination Test).*

*The results showed that debt policy is related positive significant to dividend but dividend policy is related positive not significant simultaneously to order debt policy. Liquidity has a negative significant to debt; concentration ownership has a negative and not significant to debt policy; firm size and investment opportunity set have a positive and not significant effect debt policy. Concentration ownership and profitability have a significant positive effect to dividend policy; firm size and investment opportunity set have a positive not significant effect dividend policy.*

*Keywords: dividend policy, debt policy, market to book value, concentration ownership.*

### PENDAHULUAN

Perkembangan ekonomi dunia yang semakin kompetitif, memberikan dampak bagi perusahaan untuk terus menciptakan strategi-strategi yang handal. Strategi-strategi khusus tersebut, diciptakan sebagai harapan dapat membawa perusahaan mencapai tujuan serta mampu menjaga eksistensi perusahaan. Strategi pengelolaan keuangan merupakan salah satu poin utama yang digunakan perusahaan dalam menciptakan keselarasan di berbagai aspek.

Dalam mengelola fungsi keuangan, yang perlu diperhatikan adalah bagaimana dan seberapa besar perusahaan mampu memenuhi kebutuhan dana yang akan digunakan untuk operasional, pengembangan usaha, serta pemenuhan kebutuhan perusahaan lainnya. Perolehan dana tersebut berasal dari dalam perusahaan (modal sendiri) atau dari luar perusahaan (Mayangsari, 2001). Sumber internal perusahaan adalah sumber dana yang diperoleh dari dalam perusahaan seperti laba ditahan dan depresiasi, sedangkan sumber eksternal diperoleh dari kreditor yakni hutang. Berdasarkan keputusan pendanaan tersebut, perusahaan akan dihadapkan pada dua kebijakan, yakni kebijakan dividen dan kebijakan hutang.

Kebijakan dividen adalah kebijakan perusahaan untuk membuat keputusan mengenai pengelolaan laba yang diperoleh perusahaan, apakah akan ditahan sebagai cadangan kas perusahaan untuk melakukan investasi lain, atau akan digunakan untuk membayar dividen kepada investor. Ketika perusahaan memutuskan untuk mengalokasikan dananya sebagai laba ditahan, maka penggunaan arus kas bebas perusahaan akan meningkat, yang mengakibatkan perusahaan akan menggunakan hutang lebih rendah. Begitupun sebaliknya, ketika perusahaan memutuskan

---

untuk membayar dividen yang tinggi, hutang yang akan digunakan pun diharapkan akan mengalami penurunan. Dalam hal ini keduanya memiliki hubungan yang timbal balik (simultan).

Hubungan hutang dan dividen yang saling berkaitan ini menimbulkan banyak hasil penelitian. Jensen *et.al* (1992), Faccio, Lang dan Young (2001) menunjukkan hubungan yang negatif antara keduanya. Sedangkan menurut Myers dan Frank (2004) terdapat hubungan yang positif antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Hal ini terjadi ketika keduanya digunakan untuk mengirim sinyal positif terhadap *outsider*, yang mana dengan sinyal tersebut, nilai perusahaan akan meningkat. Simultanitas antara hutang dan dividen ini juga dipengaruhi oleh beberapa hal. Dalam penelitian ini, faktor-faktor lain yang dilibatkan untuk mempengaruhi hubungan keduanya antara lain profitabilitas yang dihasilkan perusahaan, posisi likuiditas, struktur kepemilikan, kesempatan berinvestasi (*investment opportunity set*), dan ukuran perusahaan.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Penentuan perolehan modal perusahaan erat kaitannya dengan teori-teori struktur modal. Teori *signalling* dan teori *pecking order* merupakan teori yang digunakan dalam penelitian ini. Menurut teori *pecking order*, perusahaan lebih menyukai penggunaan modal dari dalam perusahaan yakni laba ditahan dibanding dari luar perusahaan (Myers dan Majiluf, 1984 ; Friend dan Lang, 1988 ; Rajan dan Zingales, 1995). Sedangkan teori *signalling* memaparkan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal kepada pasar mengenai kondisi perusahaan.

### 2.1 Hubungan Antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Secara Simultan.

Pada saat perusahaan memutuskan untuk membayar dividen yang tinggi sebagai sinyal baik kepada pasar, perusahaan memiliki kecenderungan untuk menggunakan hutang yang lebih rendah hal ini dilakukan untuk menjaga keseimbangan posisi keuangan perusahaan. Begitupun ketika perusahaan akan memutuskan untuk menggunakan hutang yang tinggi sebagai sinyal bahwa perusahaan memiliki kesempatan investasi masa depan yang positif, maka perusahaan akan membayar dividen yang lebih rendah. Hal tersebut dikarenakan dana yang tersedia diutamakan untuk membayar hutang dan bunga.

Jensen *et. al.* (1992), Faccio, Lang dan Young (2001) berargumen bahwa terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan dividen. Pengakuisisian hutang perusahaan akan menambah beban tetap keuangan, bunga, dan pembayaran pokok, yang mana hal tersebut mengarahkan perusahaan pada likuidasi. Akibatnya, perusahaan memiliki kecenderungan untuk membayar dividen yang lebih rendah agar dapat mempertahankan posisi likuiditas dan arus kas yang baik. Berdasarkan pemaparan teoritis tersebut, maka hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini:

**H<sub>1a</sub>** : Kebijakan hutang memiliki hubungan negatif dengan kebijakan dividen secara simultan.

**H<sub>1b</sub>** : Kebijakan dividen memiliki hubungan negatif dengan kebijakan hutang secara simultan.

### 2.2 Pengaruh Kepemilikan Terkonsentrasi Terhadap Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen

Struktur kepemilikan terkonsentrasi merupakan karakteristik struktur kepemilikan yang terjadi di Indonesia. Pemilik saham terbesar pada perusahaan *go public* di Indonesia biasanya dimiliki atau terkonsentrasi oleh instansi ataupun individu tertentu, sedangkan porsi kepemilikan masyarakat hanya sebagai minoritas saja. Kepemilikan terkonsentrasi pada perusahaan mengakibatkan semakin terkonsentrasinya segala bentuk kebijakan dan keputusan yang akan diambil. Pemilik saham mayoritas akan memiliki kecenderungan untuk mengontrol tingkat hutang di dalam perusahaan.

Hal ini disebabkan, hutang yang tidak terkontrol (tinggi) dapat membawa perusahaan mengalami likuidasi dan kebangkrutan. Risiko kebangkrutan yang besar akan ditanggung oleh pemilik saham terkonsentrasi. Sehingga pemilik saham mayoritas akan berusaha menurunkan nilai hutangnya untuk menghindari hal tersebut. Berdasarkan teori *signalling*, pemilik saham mayoritas memiliki kepentingan untuk dapat membayarkan dividen dalam jumlah yang besar sebagai sinyal terhadap pasar, agar meningkatkan nilai perusahaan. Penggunaan hutang yang terkontrol dalam kepemilikan terkonsentrasi juga mengakibatkan arus kas perusahaan yang tinggi, sehingga perusahaan dapat membayarkan dividen yang tinggi pula.

$H_{2a}$  = Konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

$H_{2b}$  = Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

### 2.3 Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen

Melalui kesempatan berinvestasi perusahaan dapat berkembang serta meningkatkan labanya. Namun tidak semua perusahaan mampu mengambil setiap kesempatan investasi yang ada, hal ini disebabkan kesempatan berinvestasi akan mempengaruhi struktur modal. Kesempatan investasi sangat dipengaruhi oleh tingkat arus kas yang dimiliki perusahaan. Tingkat investasi yang tinggi, biasanya dimiliki oleh perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi pula. Pada kondisi tersebut, hutang mungkin merupakan pilihan yang akan diambil untuk dapat meningkatkan nilai proyek investasi perusahaan (Sunarsih, 2004). Penggunaan hutang tersebut akan menimbulkan pembayaran dividen yang rendah, disebabkan perusahaan menggunakan proporsi laba yang ada untuk membayar pokok pinjaman dan bunga.

$H_{3a}$  = *Investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang

$H_{3b}$  = *Investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

### 2.4 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan dalam menjalankan operasinya memiliki tujuan utama yaitu menghasilkan laba yang maksimal untuk dapat berkembang serta meningkatkan nilai pemegang sahamnya. Profitabilitas yang tinggi dapat digunakan perusahaan untuk memberikan nilai perusahaan yang baik di mata investor. Perusahaan yang mampu menghasilkan profit yang tinggi akan mampu membayar dividen yang tinggi pula. Hal ini jarang ditemukan pada perusahaan yang menghasilkan laba lebih rendah (Wirjolukito *et al*, 2003).

$H_4$  = Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

### 2.5 Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Hutang

Likuiditas aset yang semakin tinggi akan menekan penggunaan hutang oleh perusahaan. Hal tersebut sesuai dengan *teori pecking order* oleh Myers dan Majluf (1984) yang menyatakan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan laba ditahan (aset likuid yang tersedia) dibandingkan hutang. Likuiditas yang baik juga akan mengurangi beban perusahaan terhadap pokok pinjaman dan bunga yang harus dibayarkan.

$H_5$  = Likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

### 2.6 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang

Penentuan kebijakan dividen ataupun kebijakan hutang yang akan digunakan oleh perusahaan juga dilatarbelakangi kemampuan perusahaan secara skala ukuran. Perusahaan yang besar, dalam hal ini memiliki tingkat operasional yang tinggi, investasi yang tinggi, serta pertumbuhan yang tinggi pula dianggap lebih mampu menerima nilai rasio hutang yang tinggi (Rajan dan Zingales, 1995). Pada kondisi tersebut, perusahaan akan membayar dividen yang lebih rendah, sebab dana tersedia digunakan untuk membayar pokok pinjaman dan bunga.

$H_{6a}$  = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang

$H_{6b}$  = Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

## METODE PENELITIAN

### Populasi dan Sampel

Populasi di dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan dan non-perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2010-2014. Sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan memiliki kebijakan hutang baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang.
2. Perusahaan bersangkutan melaporkan serta mengeluarkan laporan keuangannya menggunakan mata uang rupiah.
3. Perusahaan harus menghasilkan laba yang positif selama periode penelitian.
4. Perusahaan bersangkutan harus membayar dividen selama periode penelitian 2010 sampai dengan 2014.
5. Perusahaan memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

### Variabel Penelitian

Pada penelitian ini, variabel penelitian diklasifikasikan variabel endogen dan variabel *predetermined*. Variabel-variabel yang menjadi variabel endogen dalam penelitian ini secara simultan juga menjadi variabel eksogen. Variabel yang termasuk variabel endogen antara lain, kebijakan hutang, dan kebijakan dividen. Variabel *predetermined* (eksogen dan *lag* endogen) adalah variabel yang nilainya ditetapkan sebelumnya, tidak melalui model dan merupakan variabel yang hanya mempengaruhi variabel lain (Gujarati, 1978). Variabel *predetermined* dalam penelitian ini antara lain profitabilitas, likuiditas, struktur kepemilikan terkonsentrasi, *market to book value*, dan ukuran perusahaan.

### Pengukuran Variabel

Hubungan simultan antara dividen dan hutang, mengakibatkan keduanya memiliki peran ganda yakni menjadi variabel endogen sekaligus menjadi variabel eksogen. Pengukuran terhadap variabel kebijakan hutang (*leverage*), LEV, pada penelitian ini diukur menggunakan rasio total hutang terhadap total aset perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Kebijakan dividen (DIV) menurut Keown (2005) didefinisikan dengan dividen per lembar saham berbanding laba per saham.

Variabel yang ikut mempengaruhi hubungan hutang dan dividen yakni profitabilitas, ROA, didefinisikan sebagai laba bersih setelah pajak berbanding dengan nilai buku aset perusahaan. Berdasarkan penelitian sebelumnya, profitabilitas dianggap sebagai variabel yang paling mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan (Fama dan French, 2001)

Likuiditas, LIQ, diukur dengan rasio aset lancar terhadap nilai hutang lancar perusahaan. Likuiditas diharapkan bernilai negatif dengan kebijakan hutang, hal ini didasarkan pada teori *pecking order* yang menyatakan perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dibanding eksternal. Nilai likuiditas yang tinggi, mengakibatkan perusahaan tidak perlu melakukan hutang yang tinggi sebab aset likuid yang tersedia cukup tinggi.

Menurut Myers (1977) konsep *investment opportunity set* merupakan kombinasi antara aset yang tersedia dengan kesempatan investasi. Kesempatan investasi dimiliki perusahaan menunjukkan potensi tingkat pertumbuhan di masa depan (Sunarsih, 2004). Rasio harga saham pasar berbanding

harga saham buku (*market to book value*) menurut Barclay *et.al.* (1995) mampu mencerminkan potensi nilai perusahaan di masa depan.

Berdasarkan rumus yang berkembang di ICMD, struktur kepemilikan terkonsentrasi diukur dengan membandingkan jumlah kepemilikan saham terbesar di dalam perusahaan dengan jumlah saham perusahaan yang beredar. Adanya kontrol dalam suatu perusahaan yang dapat dipegang oleh semakin sedikit investor maka akan semakin mudah kontrol tersebut dijalankan. Analisis terhadap ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rumus Scholten dan Kang (2012) yakni dengan natural logarithm dari total aset perusahaan.

Tabel 1. Definisi dan pengukuran variabel

Variables	Definisi	Pengukuran
LEV	<i>Debt to Assets</i>	Nilai buku pada total hutang ÷ Nilai buku pada total aset
DIV	<i>Dividend payout</i>	<i>Dividen per share ÷ Earning per share</i>
LIQ	<i>Liquidity</i>	Aset lancar ÷ utang lancar
CO_OWN	Kepemilikan Terkonsentrasi	Kepemilikan saham terbesar ÷ total saham biasa yang beredar
ROA ( <i>Return on Assets</i> )	Profitabilitas	Laba setelah pajak ÷ total aset
MBV ( <i>market to book value</i> )	<i>Investment opportunity set</i>	Harga saham pasar ÷ harga saham buku
SIZE	<i>Firm size</i>	Ln(total aset)

## Metode Analisis

Pengujian terhadap hipotesis dalam penelitian ini menggunakan model ekonometrika persamaan simultan melalui penyusunan model untuk variabel kebijakan hutang, dan kebijakan dividen. Persamaan tersebut memiliki hubungan simultan dikarenakan terdapat hubungan dua arah antara variabel. Dalam sistem yang terdiri dari variabel endogen yang bertindak sekaligus menjadi variabel eksogen, metode *two-stage least square* (2SLS) lebih cocok daripada metode *ordinary least square* (OLS) yang dapat menyebabkan bias serta ketidakkonsistensian parameter estimasi.

Metode 2SLS digunakan dalam sistem persamaan yang simultan. Berdasarkan tinjauan pustaka serta penelitian empiris sebelumnya, maka hubungan simultanitas antara mekanisme pengurang biaya agensi, seluruh estimasi dalam penelitian ini menggunakan metode *two-stage least square* (2SLS). Selain metode 2SLS, pengujian dan analisis terhadap gambaran variabel-variabel penelitian juga menggunakan statistik deskriptif, serta pengujian kelayakan model regresi. Spesifikasi dari sistem persamaan simultan didefinisikan melalui persamaan I dan II dibawah ini;

1. Persamaan pada variabel kebijakan hutang

$$LEV = \beta_1 + \beta_2 DIV + \beta_3 CO\_OWN + \beta_4 MBV + \beta_5 LIQ + \beta_6 SIZE + \epsilon_1$$

2. Persamaan pada variabel kebijakan dividen

$$DIV = \beta_7 + \beta_8 LEV + \beta_9 CO\_OWN + \beta_{10} MBV + \beta_{11} ROA + \beta_{12} SIZE + \epsilon_2$$

dimana, LEV sebagai *leverage*, DIV sebagai dividen, SIZE sebagai ukuran perusahaan, MBV sebagai *market to book value* (IOS), LIQ sebagai likuiditas, CO\_OWN sebagai kepemilikan terkonsentrasi, dan ROA sebagai profitabilitas.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan dan non perbankan yang terdaftar di BEI selama periode 2010-2014. Sampel yang diperoleh penelitian ini sebanyak 72 perusahaan, sehingga observasi secara keseluruhan selama tahun 2010-2014 adalah 360 amatan (observasi).

Tabel 4.2 Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah
Perusahaan non keuangan dan perbankan yang terdaftar selama tahun 2010 – 2014	305
Perusahaan yang tidak mebayar dividen selama tahun 2010-2014	(207)
Perusahaan yang membayar dividen selama tahun 2010-2014	98
Perusahaan yang menghasilkan rugi, menggunakan mata uang asing serta tidak memiliki kelengkapan data	(26)
Sample yang digunakan	72
Sample yang digunakan selama periode 5 tahun	360
<i>Outlier</i>	(44)
Sample akhir yang digunakan	<b>316</b>

Sumber: Data BEI, 2010-2014.

## Analisis Deskriptif Penelitian

Tabel 4.3 Deskriptif Variabel

	LEV	DIV	CO_OWN	MBV	LIQ	ROA	SIZE
Mean	0.433592	0.388542	0.558223	2.028429	2.250024	0.119070	15.09693
Median	0.421300	0.348400	0.580850	1.715450	1.721000	0.090650	15.10225
Maximum	0.849300	1.249700	0.981800	6.323200	7.573100	0.421400	18.27100
Minimum	0.069900	0.017100	0.165400	0.053400	0.450000	0.000900	11.49290
Std. Dev.	0.179808	0.233705	0.197369	1.407486	1.465280	0.090435	1.389634
Skewness	0.209105	1.192667	0.022072	0.945802	1.597414	1.677052	-0.156144
Kurtosis	2.086037	4.671605	2.196835	3.312358	5.023965	5.460871	2.521187
Jarque-Bera	13.30135	111.7071	8.519131	48.39716	188.3275	227.8611	4.302677
Probability	0.001293	0.000000	0.014128	0.000000	0.000000	0.000000	0.116328
Sum	137.0151	122.7793	176.3984	640.9836	711.0076	37.62610	4770.629
Sum Sq. Dev.	10.18423	17.20467	12.27069	624.0205	676.3192	2.576225	608.2915
Observ.	316	316	316	316	316	316	316

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2015

Dari jumlah observasi sebanyak 316 observasi, diketahui bahwa nilai minimum variabel *leverage* adalah sebesar 0,069900 dan nilai maksimum sebesar 0,849300 . Rata-rata variabel *leverage* adalah sebesar 0,433592, sedangkan standar deviasinya adalah sebesar 0,179808 yang lebih kecil daripada rata-rata (*mean*). Hal ini menunjukkan adanya sebaran data yang kecil dan tidak terdapat kesenjangan data dari variabel *leverage* terendah dan tertinggi.

Variabel dividen diukur menggunakan *dividend payout ratio* dalam penelitian ini. Nilai minimum dari variabel dividen adalah sebesar 0,017100 dan nilai maksimum sebesar 1,249700. Rata-rata yang diperoleh adalah sebesar 0,388542 dan standar deviasi sebesar 0,233705 . Variabel kepemilikan terkonsentrasi memiliki nilai minimum sebesar 0,165400 yang dan nilai maksimum

sebesar 0,981800. Rata-rata dari variabel kepemilikan terkonsentrasi adalah 0,558223 dan standar deviasi sebesar 0,197369.

Nilai minimum dari variabel likuiditas adalah sebesar 0,450000 dan nilai maksimum sebesar 7,573100. Rata-rata yang diperoleh adalah sebesar 2,250024 dan standar deviasi sebesar 1,465280. Proksi *market to book value* digunakan untuk mewakili nilai dari variabel *investment opportunity set*. Variabel *market to book value* memiliki nilai minimum sebesar 0,053400 yang dan nilai maksimum sebesar 6,323200. Rata-rata dari variabel *market to book value* adalah 2,028429 dan standar deviasi sebesar 1,407486.

Proksi *return on assets* yang mewakili nilai dari variabel profitabilitas memiliki nilai minimum sebesar 0,00090 yang dan nilai maksimum sebesar 0,421400. Rata-rata dari variabel *return on assets* adalah 0,119070 dan standar deviasi sebesar ,090435. Nilai minimum dari variabel *size* adalah sebesar 11,49290 dan nilai maksimum sebesar 18,27100. Rata-rata yang diperoleh adalah sebesar 15,09693 dan standar deviasi sebesar 1,389634.

### Pembahasan Hasil Analisis

Tabel 4.4 Hasil analisis penelitian

No	Variabel Eksogen	Variabel Endogen	Prediksi	Koefisien	p-value	Ket.
1.	Kebijakan Dividen	Kebijakan Hutang	(-)	-0.209406	0.0357	H <sub>1a</sub> diterima
2.	Konsentrasi Kepemilikan	Kebijakan Hutang	(-)	-0.061526	0.2381	H <sub>2a</sub> ditolak
3.	Likuiditas	Kebijakan Hutang	(-)	-0.076820	0.000	H <sub>5</sub> diterima
4.	Ukuran Perusahaan	Kebijakan Hutang	(+)	0.009088	0.1489	H <sub>6a</sub> ditolak
5.	<i>Market to Book Value</i>	Kebijakan Hutang	(-)	0.003575	0.5708	H <sub>3a</sub> ditolak
6.	Kebijakan Hutang	Kebijakan Dividen	(-)	0.088327	0.4246	H <sub>1b</sub> ditolak
7.	Konsentrasi Kepemilikan	Kebijakan Dividen	(+)	0.194752	0.0030	H <sub>2b</sub> diterima
8.	<i>Return On Assets</i>	Kebijakan Dividen	(+)	0.990076	0.0000	H <sub>4</sub> diterima
9.	Ukuran Perusahaan	Kebijakan Dividen	(+)	0.009462	0.3087	H <sub>6b</sub> ditolak
10.	<i>Market to Book Value</i>	Kebijakan Dividen	(-)	0.001188	0.8988	H <sub>3b</sub> ditolak

Pada hasil uji hipotesis diperoleh nilai koefisien dividen sebesar -0.209406 dengan nilai signifikansi 0.0357. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berhubungan negatif secara signifikan dengan kebijakan hutang. Dengan kata lain, jika variabel kebijakan dividen yang diprosikan oleh rasio *dividend payout ratio* semakin meningkatnya nilainya maka kebijakan hutang (*debt to assets*) akan semakin menurun. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen *et al.*(1992), Faccio, Lang, dan Young(2000), dan Duc Hong Vo dan Van Thanh-Yen Nguyen (2014) yang menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara hutang dan dividen. Ketika perusahaan memutuskan untuk meningkatkan pembayarannya, maka kondisi perusahaan saat itu mampu menghasilkan laba yang baik, yang menyebabkan arus kas yang tinggi pula. Dengan kondisi tersebut, maka penggunaan hutang akan cenderung berkurang atau tidak begitu diperlukan.

Hubungan kebijakan hutang terhadap variabel kepemilikan terkonsentrasi (CO\_OWN) ditunjukkan dengan nilai koefisien sebesar  $-0.061526$  dengan tingkat signifikansi  $0.2381$ . Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan berhubungan negatif namun tidak signifikan dengan kebijakan hutang. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Shleiver dan Vishny (1997) yang menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap *leverage* perusahaan berhubungan negatif. Perusahaan yang struktur kepemilikannya terkonsentrasi memiliki leverage yang lebih rendah, disebabkan pemegang saham mayoritas memiliki kontrol yang tinggi terhadap nilai hutang yang dimiliki perusahaan.

Variabel ukuran perusahaan dalam penelitian ini diukur menggunakan *logarithma natural* dari total aset perusahaan. Berdasarkan pengujian hipotesis yang telah dilakukan, variabel *size* memiliki koefisien sebesar  $0,009088$  dengan *p-value* sebesar  $0,1489$ . Dengan kata lain, semakin tinggi nilai ukuran perusahaan maka nilai *debt to-assets ratio* yang merupakan proksi kebijakan hutang akan semakin meningkat. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar mengindikasikan perusahaan tersebut merupakan perusahaan yang lebih matang dan memiliki risiko kebangkrutan yang lebih rendah daripada perusahaan kecil

Likuiditas dalam penelitian ini diukur menggunakan rasio aset lancar terhadap hutang lancar untuk mengukur keterkaitannya dengan kebijakan hutang. Koefisien likuiditas pada hasil uji hipotesis *two stage least square* sebesar  $-0,076820$  dengan nilai probabilitas  $0,000$ . Nilai probabilitas  $0,000$ . Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Miller dan Rock (1985) yang menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara likuiditas dengan kebijakan hutang. Hal tersebut sesuai dengan *teori pecking order*, yang menyatakan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan sumber pendanaan intern (seperti likuiditas dari aset yang tersedia) dibandingkan hutang. Sehingga, posisi likuiditas yang semakin tinggi akan menurunkan nilai hutang perusahaan.

*Market to book value* memperoleh nilai koefisien *market to book value* sebesar  $0.003575$  dengan *p-value*  $0.5708$ . Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Fama, *et al* (1978), dan Pagalung (2003) menyatakan hutang biasanya akan bertambah ketika investasi yang dilakukan melebihi laba ditahan dan hutang berkurang jika investasi kurang dari laba ditahan. Perusahaan yang memiliki kesempatan berinvestasi tinggi, biasanya memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, serta aktif melakukan investasi pada proyek investasi yang menghasilkan *net present value* positif. NPV positif mensyaratkan dana yang besar untuk berinvestasi, hal tersebut yang memicu penggunaan hutang. Pada keadaan demikian perusahaan akan berusaha memanfaatkan kesempatan yang ada untuk berkembang, sehingga memicu peningkatan penggunaan hutang yang ditujukan untuk membiayai proyek investasinya.

Hubungan hutang terhadap dividen secara simultan ditunjukkan dengan nilai koefisien  $0.088327$  dan *p-value*  $0.4246$ . Nilai tersebut menyimpulkan bahwa terdapat hubungan positif yang tidak signifikan antara kebijakan dividen dan hutang. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Myers dan Frank (2004), Emery dan Finnerty (1997), dan Easterbook (1984) yang menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara hutang dengan dividen, namun tidak dengan sebaliknya dimana dividen berhubungan negatif dengan hutang. Secara umum dapat dijelaskan bahwa, ketika perusahaan memutuskan untuk meningkatkan pembayaran dividen, hal tersebut membawa perusahaan pada kondisi arus kas yang semakin rendah. Sehingga hutang dibutuhkan sebagai sumber dana tambahan untuk mempertahankan optimalisasi struktur modal perusahaan.

Variabel kepemilikan terkonsentrasi pada persamaan II menghasilkan nilai koefisien sebesar  $0,194752$  dengan *p-value* dibawah  $0,05$  yakni  $0,0030$ . Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Khan (2006) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara struktur kepemilikan dengan tingkat dividen yang dibayarkan perusahaan. Hal ini dikarenakan terjadi perbedaan kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan manajer perusahaan, pemegang saham mayoritas memiliki keinginan bahwa laba yang diperoleh dialokasikan lebih besar untuk membayar dividen. Pemegang saham mayoritas beranggapan bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan memberikan signal bagi pasar bahwa perusahaan memiliki masa depan yang baik, hal ini sesuai dengan *teori signalling*. Di lain sisi, manajer sebagai agen yang menjalankan operasi perusahaan sehari-hari menyarankan sebaiknya laba yang diperoleh, dicadangkan untuk membiayai hutang terlebih dahulu, dibandingkan membayar dividen yang



tinggi. Namun semakin terkonsentrasinya struktur kepemilikan pada perusahaan, maka hak suara yang dimiliki pemegang saham mayoritas akan semakin besar pula. Hal ini menyebabkan perusahaan harus membayar dividen lebih besar.

Koefisien ukuran perusahaan sebesar 0,009462 dengan p-value diatas 0,05 yakni 0,3087. Hasil penelitian ini sesuai dengan *teori signalling* yang menyatakan semakin besar dividen yang dibayarkan memberikan sinyal bahwa perusahaan tersebut adalah perusahaan yang besar. Semakin besar ukuran perusahaan maka kemampuan perusahaan menghasilkan laba akan semakin besar pula, sehingga dividen yang akan dibayarkan semakin besar pula nilainya. Penelitian Smith dan Watts (1992) juga menghasilkan hal yang sama yakni terdapat hubungan positif secara signifikan antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen perusahaan.

Nilai koefisien yang dihasilkan dari proksi *market to book value* sebesar 0,003575 dengan nilai probabilitas 0,5708.). Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Andriyani Maria (2008) dan Sunarto (2004) yang mengindikasikan bahwa investasi yang dilakukan perusahaan memberikan tingkat keuntungan yang baik sehingga perusahaan dapat membagikan dividen yang tinggi. Selain itu mungkin manajemen perusahaan ingin memperlihatkan kepada masyarakat kondisi perusahaan yang bagus dengan peluang investasi yang tinggi akan membuat investor tertarik untuk menanamkan modalnya atau membiayai peluang investasi tersebut. Dengan demikian perusahaan bisa memperoleh laba yang juga besar dan makin besar laba yang diperoleh perusahaan maka makin besar pula dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.

Koefisien *return on assets* sebesar 0,990076 dan *p-value* sebesar 0,000 menyimpulkan perusahaan yang mampu menghasilkan laba secara besar, akan mampu membayar dividen dalam jumlah besar pula. Hal tersebut sesuai dengan *teori signalling* yang menyatakan dividen yang besar mengindikasikan perusahaan memiliki kemampuan yang baik di masa mendatang, dimana nilai profitabilitas menggambarkan hal tersebut. Hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan Wirjolukito *et al.* (2003), dan Suharli dan Oktorina (2005) yang menyimpulkan terdapat hubungan yang positif antara profitabilitas dengan *dividen payout ratio*.

## KESIMPULAN

### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan simultanitas kebijakan hutang dan dividen di Indonesia dengan sampel perusahaan non-keuangan dan non perbankan yang terdaftar dalam BEI pada tahun 2010-2014. Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan, maka kesimpulan yang dapat diambil adalah kebijakan hutang berhubungan simultan dengan dividen namun dividen terhadap hutang tidak mengandung simultanitas. Variabel kepemilikan konsentrasi memberikan pengaruh positif secara signifikan terhadap hutang namun tidak terhadap dividen. Variabel *market to book value* memberikan pengaruh positif terhadap hutang dan dividen namun tidak signifikan. Variabel profitabilitas memberikan pengaruh positif signifikan terhadap dividen. Variabel likuiditas memberikan pengaruh negatif signifikan terhadap hutang. Variabel ukuran perusahaan memberikan pengaruh positif terhadap hutang dan dividen namun tidak signifikan.

### Keterbatasan dan Saran

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini. Pertama, dalam penelitian ini terdapat 44 data *outlier* dari 360 data, sehingga sampel yang didapat dalam penelitian ini sebanyak 316 data sampel. Kedua, penelitian ini hanya berfokus pada sektor non keuangan dan non perbankan. Ketiga, terdapat banyak variabel yang tidak signifikan, hal ini dikarenakan ketidaksesuaian pengukuran variabel dengan kondisi di Indonesia.

Saran untuk penelitian selanjutnya, diharapkan pada penelitian selanjutnya dapat mengurangi jumlah data *outlier* dalam pemilihan sampel, diharapkan dapat melakukan penelitian pada sektor keuangan dan perbankan, serta dapat menggunakan pengukuran yang sesuai dengan kondisi di Indonesia.

**REFERENSI**

- Faccio, M., Lang, L.H., dan Young, L.S.F. 2000. Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, Vol.91. No.1, h.54-78.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., dan Zorn, T. S. 1992. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No.2. h.247-263.
- Mayangsari, Sekar. 2001. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypothesis, *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*, Vol.1, No.3, h.1-26.
- Myers, M., dan Frank, B. 2004. The Determinants of Corporate Dividend Policy. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol.8, No.3, h.17-28.
- Myers, S. C., dan Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics* Vol.13. No.2, h.187-221.
- Pagalung, Gagaring. 2003. Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS), *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.6, No.3, h. 249- 264.
- Rajan, G.R., dan Zingales L. 1995. What Do We Know About Capital Structure? Some Evident From International Data, *Journal of Finance*. Vol.50, No.5 h.1421-1460.
- Suharli, dan Oktorina, M., 2005. "Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi Pada Equity Securities Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang Pada Perusahaan Publik Di Jakarta". *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi* 8. Solo.
- Sunarsih. 2004. Analisis Simultanitas Kebijakan Hutang Dan Kebijakan Maturitas Hutang Serta Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Siasat Bisnis*. Vol I, No.9. Juni 2004. h.65-84.
- Vo Duc Hong, dan Van Thanh-Yen Nguyen. 2014. Managerial Ownership, Leverage, and Dividend Policies : Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms.*International Journal of Economics and Finance*, Vol.6, No.5, h.274-284
- Wirjolukito, A. Yanto, H. dan Sandy. 2003. "Faktor Faktor Yang Merupakan Pertimbangan dalam Keputusan Pembagian Dividen: Tinjauan Terhadap Teori Persinyalan Dividen Pada Perusahaan Go Public Di Indonesia". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya. Jakarta