



## ANALISIS HUBUNGAN SIMULTAN KEBIJAKAN INVESTASI, HUTANG & DIVIDEN PERUSAHAAN

(Studi Kasus Perusahaan Property & Real Estate yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2014)

Mochamad Yusuf Efendi, Erman Denny Arfianto<sup>1</sup>

[myefendi91@gmail.com](mailto:myefendi91@gmail.com)

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

### ABSTRACT

*The purpose of this research is to analyze simultaneous relationship between the Investment Policy, Debt and Dividend of firms. The effect of Uncertainty and Sales Growth to Investment Policy, The effect of Asset Tangibility and Deficit Financing the Debt Policy and The effect of the Return On Asset (ROA) and Retained Earnings (RE) to the Dividend Policy of Property and Real Estate Firm listed on Indonesia Stock Exchange.*

*Sample in this research were selected by using purposive sampling method with some criteria. The samples are 39 firm listed in Indonesia Stock Exchange 2011-2014 period. 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 (Three Stage Least Squares), Hausman Test, hypothesis test (F-statistics Test, t-statistics test, and Coefficient of Determination Test).*

*The results showed that The Investment Policy and Debt Policy have a negative and unrelated simultaneously, Investment Policy and Dividend Policy have a negative and unrelated simultaneously, Debt Policy and Dividend Policy have a negative and related simultaneously. Uncertainties have a negative and not significant to Investment Policy and Sales Growth have a positive and not significant to Investment Policy, Asset Tangibility have a positive and not significant to Debt Policy and Deficit Financing have a negative and significant to Debt Policy, Return on Assets (ROA) have a positive and significant to Dividend Policy and Retained Earnings (RE) have a positive and no significant to Dividend Policy.*

**Keywords:** *Investment Policy, Debt Policy, Dividend Policy, Uncertainty, Sales Growth, Asset Tangibility, Deficit Financing, Return on Assets (ROA) and Retained Earnings (RE)*

### PENDAHULUAN

Kebijakan investasi, pendanaan dan dividen merupakan trilogi kebijakan keuangan perusahaan (Wang, 2010), ketiganya dianggap memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kinerja perusahaan. Beberapa penelitian membahas ketiga kebijakan keuangan seperti Denis dan Osobov (2008), Alamaida dan Campello (2007), Frank-Goyal (2003), dan Baker et al (2002). Perusahaan menggunakan sumber dana internal dan eksternal untuk mendanai proyek investasi dalam rangka untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan juga kesejahteraan pemegang saham. Sumber dana internal yang digunakan terutama berasal dari laba ditahan. Sedangkan sumber dana eksternal berasal dari penerbitan hutang dan ekuitas baru. Kebijakan yang diambil baik itu kebijakan keuangan dan non keuangan bertujuan untuk mengoptimalkan level investasi perusahaan. Salah satu kebijakan bagaimana mereka mendanai investasi yang diinginkan dengan melibatkan dua pilihan yaitu sumber dana internal dengan menahan laba dan mengurangi dividen atau sumber dana eksternal melalui penerbitan hutang yang berisiko ataupun penerbitan saham.

Banyak penelitian yang telah mencoba membahas perilaku perusahaan dalam mengambil kebijakan keuangan. Akan tetapi kebanyakan penelitian masih membahasnya secara terpisah tidak secara bersama-sama. Seperti penelitian yang telah dilakukan oleh

Modigliani-Miller (1958) dan Miller-Modigliani (1961) yang menjelaskan secara terpisah prinsip investasi perusahaan dalam teori capital structure *irrelevance* dan prinsip dividen dalam teori dividen *irrelevance*. Mereka berpendapat bahwa sumber dana internal dan eksternal merupakan pengganti yang sempurna dalam pasar sempurna, maka dari itu tingkat optimalisasi investasi perusahaan ditentukan secara independen oleh kebijakan pendanaan. Sehingga kebijakan pendanaan dan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan tidak relevan dengan kesejahteraan pemegang saham. Inti dari teori ini adalah didalam pasar yang sempurna tidak ada ketergantungan atau hubungan antara kebijakan keuangan.

Penelitian terdahulu membuktikan alasan bahwa kendala keuangan seperti keterbatasan sumber dana internal dapat menghambat kemampuan perusahaan dalam berinvestasi secara efisien (Fazzari et al. 1988 dan Guariglia, 2008). Dalam praktek, kebijakan keuangan memiliki hubungan dengan akuntansi, bahwa *sources of funds* harus seimbang dengan *uses of funds*. Jadi ketika perusahaan membuat atau merevisi sebuah kebijakan, hasilnya akan berpengaruh kepada kebijakan yang lain. Oleh karena itu perusahaan akan membuat kebijakan investasi sekaligus bagaimana mereka mendanainya. Meskipun tidak mudah untuk membuktikan bahwa ketiganya saling memiliki ketergantungan, ada implikasi bahwa kebijakan investasi, pendanaan dan dividen akan tampak saling terkait satu sama lain dan bersamaan. Penelitian sebelumnya yang menggunakan persamaan tunggal mungkin akan menghasikan hasil yang bias dan tidak lengkap. Oleh karena itu sebuah kerangka persamaan simultan kemungkinan akan memberikan hasil lebih akurat dalam meneliti hubungan antara ketiga kebijakan keuangan perusahaan dan hasilnya akan menambah wawasan tentang proses pengambilan kebijakan perusahaan di dunia nyata. Perlu digaris bawahi bahwa

Beberapa literatur mengkaji faktor-faktor yang ikut mempengaruhi kebijakan investasi perusahaan. Salah satu faktor yang menjadi kajian para peneliti yaitu faktor ketidakpastian terkait prospek masa depan. Seperti (Carruth et al, 2000; Lensink dan Murinde, 2006; Baum et al, 2008). Tidak hanya pada kebijakan investasi, ketidakpastian juga diperhatikan oleh manajer dalam membuat kebijakan pendanaan dan dividen. mengingat bahwa semua keputusan perusahaan dibuat atas dasar informasi yang tidak lengkap dan masa depan arus kas perusahaan juga tidak pasti, maka sangat wajar bila tingkat ketidakpastian menentukan kebijakan yang dibuat oleh manajer. Menurut Wang (2010), sebuah penelitian yang mengkaji hubungan pengaruh kebijakan investasi terhadap kebijakan lain dengan mengabaikan pengaruh ketidakpastian akan menghasilkan kesimpulan yang bias. Oleh karena itu penelitian ini akan mencoba meneliti pengaruh ketidakpastian terhadap kebijakan investasi dalam model simultan ketiga kebijakan secara sistematis.

Menurut Fuss dan Vermuelen (2004) ketidakpastian tidak hanya menentukan level investasi tetapi juga kapan waktu yang tepat untuk berinvestasi. Manajer akan mengambil keputusan investasi pada saat sebuah proyek investasi yang tersedia sedang *undervalued*. Sebaliknya manajer akan melakukan divestasi saat terjadi *overvalued*. Untuk mendapatkan waktu yang tepat perusahaan butuh informasi yang valid. Tapi keberadaan informasi asimetris menimbulkan ketidakpastian prospek masa depan. Maka dari itu ketidakpastian ikut andil didalam pertimbangan keputusan investasi. Selain ketidakpastian, faktor yang dipertimbangkan dan diharapkan ikut mempengaruhi keputusan investasi adalah pertumbuhan penjualan.

Beberapa penelitian terdahulu telah meneliti pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap keputusan investasi. Seperti Hall et al. (1998) yang meneliti perusahaan U.S, Prancis dan Jepang periode 1979-1989. Mereka menemukan ada beberapa determinan yang menentukan investasi pada perusahaan-perusahaan pada masing-masing negara. Salah satunya adalah *sales growth*. Hal serupa juga ditemukan pada penelitian Bloom et al. (2007) bahwa real sales growth memiliki hubungan positif signifikan secara statistik dengan keputusan investasi. Informasi tentang pertumbuhan penjualan ikut menentukan keputusan investasi. Perusahaan akan merevisi keputusan investasinya ketika ketika mereka

memperoleh informasi fundamental perusahaan seperti sales growth (Fuss dan Vermeulen, 2004).

Untuk mencapai kapasitas yang diinginkan perusahaan harus mencari sumber eksternal, karena perusahaan akan kesulitan jika hanya mengandalkan sumber dana internal yang terbatas. Perdebatan tentang perilaku pendanaan korporasi telah lama dibahas dalam *corporate finance*. Modigliani dan Miller (1958) membuat pondasi teori pendanaan perusahaan moderen. Mereka membuktikan bahwa didalam pasar efisien dimana tidak ada pajak, biaya transaksi, biaya kebangkrutan dan informasi asimetri, nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan didanai. Dengan kata lain, dana internal dan eksternal menjadi pengganti yang sempurna untuk investasi perusahaan dan demikian kebijakan yang diambil oleh perusahaan dalam mendanai tidak relevan dengan nilai perusahaan. Fokus utama riset kebijakan pendanaan telah bergeser ke pertanyaan bagaimana kompleksitas dunia nyata mengubah kondisi pasar modal yang sempurna dan apakah pasar yang tidak sempurna membuat nilai perusahaan terpengaruh oleh pilihan pendanaan perusahaan.

Banyak faktor yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan. Faktor yang menjadi fokus dalam penelitian ini adalah bagaimana defisit pendanaan dan keberadaan *asset tangibility* mempengaruhi keputusan pendanaan didalam kerangka sistematis kebijakan lain. Perusahaan membutuhkan dana yang cukup untuk beroperasi dan berinvestasi. Sementara itu dalam realitanya sumber dana internal yang dimiliki perusahaan terbatas. Manajer harus mencari sumber pendanaan eksternal seperti penerbitan hutang dan ekuitas. Penerbitan ekuitas menjadi *last resort* bagi perusahaan karena penerbitan ekuitas dianggap akan mengurangi superioritas manajer didalam mengendalikan perusahaan. Penelitian ini memilih untuk mengkaji lebih dalam bagaimana perusahaan mencari sumber dana melalui penerbitan hutang. Teori *pecking order* mengimplikasikan bahwa penerbitan hutang didorong oleh defisit pendanaan.

Menurut Myers (1984) motivasi perusahaan dalam mencari sumber dana eksternal seperti penerbitan hutang dan penerbitan ekuitas untuk membangun kelonggaran pendanaan yang nantinya akan digunakan untuk mengambil peluang investasi. Teori *pecking order* menyatakan bahwa tidak ada rasio hutang yang optimal (Wang, 2010). Shyam Sunder dan Myers (1999) melengkapi prediksi teori *pecking order* bahwa defisit pendanaan perusahaan harus seimbang dengan perubahan hutang. Selain dipengaruhi defisit pendanaan kebijakan hutang juga dipengaruhi oleh keberadaan *tangible assets* yang menjadi jaminan perusahaan kepada pemegang obligasi atau kreditur.

*Asset tangibility* mampu memitigasi permasalahan informasi asimetrik dan menurunkan premi resiko pinjaman (Wang, 2012). Semakin tinggi level *asset tangibility* yang dimiliki semakin mudah bagi perusahaan dalam mengakses dana eksternal. *Tangible assets* seperti properti, tanah dan perlengkapan pabrik akan mudah untuk dinilai oleh pihak eksternal dalam hal ini adalah debitur dan digunakan sebagai syarat kolateral untuk pinjaman, sehingga *tangible assets* dapat meningkatkan kapasitas akses dana eksternal. Seperti ditekankan pada model tradisional struktur modal, hutang meningkat seiring dengan peningkatan nilai agunan aset berwujud (Frank dan Goyal, 2009). Akan tetapi temuan Seifert dan Gonenc (2008) koefisien aset berwujud negatif dengan peningkatan hutang pada perusahaan Inggris. Temuan ini membuktikan bahwa *tangible assets* tidak selalu mempengaruhi peningkatan hutang.

Keberadaan dana internal yang terbatas menyebabkan persoalan yang dilematis bagi manajer. Terutama bagi perusahaan kecil atau perusahaan yang baru level (*start-up*) membutuhkan banyak dana untuk investasi. Manajer harus menahan keuntungan yang dihasilkan untuk kegiatan operasional dan sebagian diinvestasikan kembali. Sementara itu ada pihak eksternal yaitu investor yang mengharapkan adanya pembagian keuntungan yang dibayarkan dalam bentuk kas. Pada kasus ini terindikasi ada korelasi antara laba ditahan dengan kebijakan dividen.

Menurut Lintner (1956) ketika tingkat dividen meningkat pada waktu yang bersamaan laba ditahan menurun, sebaliknya ketika tingkat dividen menurun, laba ditahan meningkat. Satu pendapat dengan Lintner, De Angelo dan Stulz (2006) menemukan kecenderungan bahwa pembayaran dividen memiliki hubungan negatif dengan rasio laba ditahan. Denis dan Osobov (2007) juga menemukan pada enam negara yang mereka teliti bahwa pembayaran dividen berkaitan erat dengan rasio laba ditahan terhadap total ekuitas. Selain itu kebijakan dividen sering dikaitkan dengan profitabilitas.

Menurut Lintner (1956) jumlah dividen bergantung akan keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya. Semakin besar keuntungan yang didapat porsi dividen yang akan dibayar semakin besar. Fama dan French (2001) menyatakan bahwa pembayaran dividen cenderung dikaitkan dengan ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan dan profitabilitas. Profitabilitas adalah kemampuan dalam menghasilkan laba (profit) selama periode tertentu dengan menggunakan aktiva atau modal yang produktif, baik modal secara keseluruhan maupun modal sendiri (Van Horn dan Wachowicz, 1997). Semakin besar keuntungan Setelah perusahaan mampu mendapatkan laba atau profit, manajer perusahaan akan menentukan laba tersebut akan ditahan dan digunakan untuk berinvestasi atau akan dibayarkan kepada investor sebagai dividen. Profitabilitas juga merupakan dasar penilaian atau alat analisis kondisi sebuah perusahaan. Penilaian profitabilitas biasa menggunakan rasio-rasio profitabilitas seperti ROA (*Return on Asset*). ROA merupakan salah satu rasio keuangan yang menggambarkan keuntungan bersih setelah pajak terhadap jumlah asset secara keseluruhan. Rasio ini mengukur seberapa besar tingkat pengembalian dari asset keseluruhan yang dimiliki oleh perusahaan.

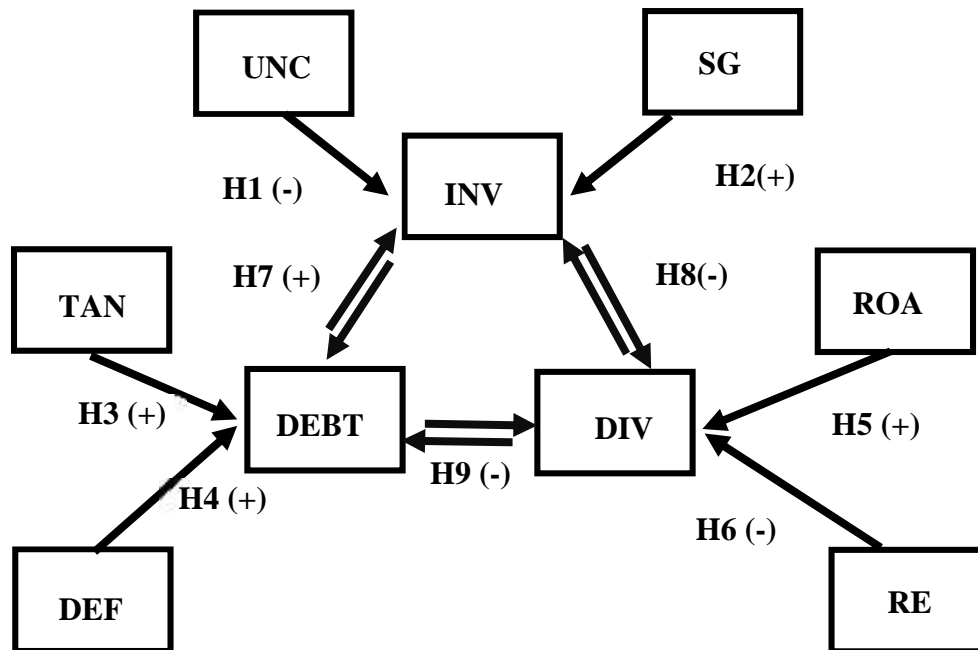
Beberapa penelitian yang mengkaji hubungan ROA dengan kebijakan dividen. Salah satunya penelitian AN Rachmad (2013) yang menemukan bahwa return on asset (ROA) berhubungan positif dengan *dividend payout ratio*. ROA yang tinggi menunjukkan kemampuan membayar dividen yang tinggi. Seperti teori *information content or signaling hypothesis*, Modigliani-Miller (1961) yang menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan sinyal kepada investor bahwa manajemen meramalkan suatu peningkatan keuntungan lebih baik dimasa depan. Akan tetapi ada penelitian lain yang juga membuktikan bahwa ROA tidak memiliki hubungan dengan dividen. Grullon dkk (2003) menemukan tidak ada korelasi antara perubahan dividen dan laba masa depan perusahaan. Mereka juga menemukan profitabilitas tidak memiliki hubungan positif dengan dividen masa lalu dan perubahan dividen berkorelasi negatif dengan perubahan ROA. Pro dan kontra penelitian sebelumnya akan dibuktikan dalam penelitian ini. Alasan mengapa memilih ROA sebagai variabel profitabilitas karena aset seperti tanah dan bangunan merupakan bagian penting bagi perusahaan *property & real estate*.

Penelitian ini memilih perusahaan sektor *property* dan *real estate* sebagai objek penelitian, karena peneliti menganggap sektor ini merupakan sektor yang memiliki prospek yang cukup cerah di masa depan. Semakin tinggi pertumbuhan penduduk yang didukung dengan pertumbuhan ekonomi akan mendorong pertumbuhan konsumsi produk *property* dan *real estate* seperti apartemen, pusat perbelanjaan, gedung-gedung perkantoran dan sebagainya. Selain itu fenomena krisis keuangan pada tahun 2008 sempat menekan bisnis *property* dan *real estate*. Akan tetapi kebanyakan dari perusahaan *property* dan *real estate* Indonesia masih mampu bertahan dan bertumbuh. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan *property* dan *real estate* memiliki daya tahan terhadap krisis. Daya tahan ini merupakan hasil dari strategi yang tercermin dari kebijakan keuangan yang baik.

Berdasarkan latar belakang diatas penelitian ini akan menginvestigasi bagaimana sebuah kebijakan mempengaruhi kebijakan lain melalui kerangka hubungan simultan kebijakan investasi, hutang dan dividen beserta variabel eskplanatori dari masing-masing kebijakan dalam satu sistem yaitu pengaruh ketidakpastian dan pertumbuhan penjualan terhadap investasi, pengaruh defisit pendanaan dan asset tangibility terhadap hutang dan pengaruh *return on assets* (ROA) dan laba ditahan (RE) terhadap dividen.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Gambar  
Kerangka Pemikiran Teoritis



### Pengaruh Ketidakpastian terhadap Investasi

Teori *real option* menyatakan bahwa ketidakpastian menentukan investasi perusahaan. Investasi perusahaan dapat ditingkatkan atau dikurangi bergantung dengan munculnya informasi baru. Informasi yang tidak sempurna yang menyebabkan ketidakpastian muncul. Beberapa penelitian yang meneliti penentu investasi perusahaan menemukan pengaruh penting ketidakpastian terhadap prospek perusahaan (Baum et al., 2008; Lensink and Murinde, 2006; dan Carruth et al., 2000). Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa ketidakpastian mempengaruhi keputusan untuk menunda investasi. Penundaan ini dalam rangka menunggu kedatangan informasi baru tentang kondisi pasar.

Penelitian Panousi dan Papanikolaou (2012) yang menginvestigasi perusahaan US menggunakan regresi panel menemukan hubungan negatif antara investasi dan ketidakpastian. Temuan serupa ditemukan pada penelitian Guiso dan Parigi (1999) yang menginvestigasi perusahaan manufaktur Itali, ketidakpastian berhubungan negatif dengan respon investasi perusahaan.

H1: Ketidakpastian (UNC) mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan investasi

### Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Investasi

Menurut Bloom et al (2007) keputusan investasi perusahaan merupakan respon dari pertumbuhan penjualan. Perusahaan akan terus meningkatkan investasi untuk mempertahankan dan meningkatkan pertumbuhan penjualan. Manajer harus memilih investasi yang dapat mendukung pertumbuhan yang diharapkan. Seperti dijelaskan dalam teori *real option* bahwa perusahaan dihadapkan pada pilihan-pilihan investasi. Mereka akan memilih investasi sesuai dengan harapan masa depan salah satunya harapan pertumbuhan penjualan.

Salah satu motif investasi adalah meningkatkan kapasitas produksi yang nantinya akan berdampak pada peningkatan penjualan. Sehingga peningkatan belanja modal akan diikuti oleh pertumbuhan penjualan dan profit, disebabkan efek berganda. Sebaliknya, penjualan turun akan berdampak pada keuntungan dan penggunaan kapasitas perusahaan. Penelitian Anthony dan Ramesh (1992) menemukan bahwa perusahaan yang berada pada tahap *growth* cenderung memiliki *capital expenditure* tinggi untuk mencapai pertumbuhan penjualan. Temuan lain bahwa perusahaan yang penjualannya tumbuh secara cepat perlu menambah investasi aset tetapnya. Hal ini menunjukkan bahwa *sales growth* berhubungan positif dengan investasi.

H2: Pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh positif terhadap investasi

### **Pengaruh *Asset tangibility* terhadap Hutang**

Menurut teori *pecking order* terdapat sebuah hirarki pilihan pendanaan perusahaan yaitu menggunakan sumber dana internal, setelah itu baru menggunakan hutang berisiko dan pilihan terakhir pendanaan melalui penerbitan ekuitas. Untuk mendapatkan pendanaan melalui hutang perusahaan harus memiliki aset sebagai jaminan. *Tangible assets* merupakan jumlah aset perusahaan yang dapat dijadikan agunan atau jaminan (Rajan dan Zingales, 1995). Semakin banyak *tangible assets* yang dimiliki oleh perusahaan semakin besar pula peluang perusahaan untuk mendapatkan hutang. Perusahaan yang mempunyai *tangible assets* besar dapat dijadikan sebagai jaminan lebih mudah untuk mendapatkan pinjaman daripada perusahaan yang mempunyai *tangible assets* yang lebih kecil, oleh sebab itu perusahaan memanfaatkannya dengan menerbitkan hutang lebih banyak daripada modal (Praditiani, 2012).

Chiarella et al (2002) menyatakan bahwa tanpa adanya aset yang dapat dijamin, biaya pinjaman cenderung menjadi lebih tinggi atau dengan kata lain, kreditur dapat meminta bunga pembayaran hutang lebih tinggi. Penelitian Titman dan Wessels (1988), juga membuktikan bahwa *fixed asset ratio* berpengaruh positif terhadap *debt equity ratio*. H3: *Tangible asset* (TAN) mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang

### **Pengaruh Defisit Pendanaan terhadap Hutang**

Menurut teori *pecking order* perusahaan yang mengalami defisit pendanaan akan mendanai kegiatan perusahaan dengan meningkatkan tingkat hutang perusahaan terlebih dahulu dan yang terakhir dengan penerbitan saham. Apabila perusahaan memiliki kelebihan kas dapat digunakan untuk mengurangi hutang (Titman dan Wessel, 1988).

Defisit pendanaan adalah suatu kondisi dimana posisi kas yang telah didapatkan dari kegiatan operasional tidak mencukupi untuk mendanai kegiatan perusahaan di masa mendatang. Menurut Frank dan Goyal (2003) defisit pendanaan diukur dengan pembayaran dividen, pembayaran investasi, perubahan modal kerja dikurangi dengan kas bersih setelah bunga dan pajak. Penelitian Martin dan Udego (2005) menemukan bahwa seluruh *flow of funds deficit* didanai menggunakan hutang jangka panjang. Hal ini menunjukkan bahwa defisit pendanaan memiliki hubungan positif terhadap hutang.

H 4: Defisit (DEF) mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan pendanaan hutang

### **Pengaruh Return On Asset terhadap Dividen**

Robert Ang (1997) menyatakan bahwa *Return on Asset* diukur dari laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total asetnya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Partington (1989: pp.169) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan faktor terpenting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam kebijakan dividen, demikian pula investasi yang diukur dari aktiva (bersih) operasi.

Penelitian Ferris dkk (2009) menemukan hubungan positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Kumar (2007) dan Syahbana (2007) dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *Return On Asset* (ROA) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

H5: *Return on Asset* (ROA) mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen

### **Pengaruh Retained Earnings terhadap Dividen**

Pembayaran dividen dipengaruhi oleh *trade-off* antara retensi dan distribusi yang berkembang selama tahap siklus hidup perusahaan, seperti keuntungan yang menumpuk dan penurunan peluang investasi. Teori ini memprediksi bahwa perusahaan secara optimal beralih pilihan pembayaran selama tahap siklus hidup untuk merespon evolusi *trade-off* antara retensi dan distribusi. Perusahaan yang mengambil kebijakan untuk membayar dividen ketika mereka tidak memiliki peluang investasi dan menahan keuntungan tersebut. Sebaliknya ketika perusahaan memiliki peluang investasi mereka akan memilih untuk menahan keuntungan untuk diinvestasikan kembali.

DeAngelo, DeAngelo dan Stulz (2006) meneliti hubungan antara *earned/contributed capital mix* terhadap kemungkinan perusahaan untuk membayar dividen, penelitian tersebut menyatakan bahwa *earned/contributed capital mix* memiliki pengaruh terhadap kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen. Perusahaan menetapkan dividen rendah karena sebagian besar profit dialokasikan sebagai *retained*

earnings sehingga berpeluang memiliki sumber dana internal yang relatif lebih murah daripada alternatif sumber dana lain (Nuriningsih, 2005).

H6: Laba ditahan mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

#### **Hubungan Simultan antara Kebijakan Investasi dan Kebijakan Hutang**

Menurut teori *pecking order*, informasi asimetris menciptakan sebuah hirarki pendanaan perusahaan. perusahaan menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu, setelah itu baru menggunakan hutang berisiko. Ketika perusahaan dihadapkan pada sebuah kondisi dimana sumber dana internal yang dimiliki sangat terbatas dan pada waktu mereka membutuhkan dana untuk investasi, pada saat itulah mereka membuat kebijakan pendanaan melalui hutang atau penerbitan saham.

Penelitian Wang (2010) menemukan bahwa terdapat hubungan simultan dan positif antara investasi dan penerbitan hutang pada perusahaan yang memiliki keterbatasan sumber dana internal. Investasi menurun ketika kondisi keuangan perusahaan mengalami penurunan. Penelitian lain seperti Kaaro (2003) juga menunjukkan adanya hubungan positif antara investasi dan pendanaan hutang melalui.

H7: Investasi berhubungan positif dan simultan dengan hutang

#### **Hubungan simultan antara investasi dan dividen**

Pembayaran dividen dipengaruhi oleh *trade-off* antara retensi dan distribusi yang berkembang selama tahap siklus hidup perusahaan, seperti keuntungan yang menumpuk dan penurunan peluang investasi. Ketika peluang investasi menurun pembayaran dividen akan ditingkatkan. Sebaliknya ketika peluang investasi meningkat dividen akan diturunkan.

Kompetisi antara investasi dan dividen dalam menggunakan dana yang dimiliki oleh perusahaan telah dibuktikan oleh penelitian terdahulu. Penelitian Wang (2012) menemukan bahwa investasi dan dividen berkompetisi menggunakan sumber dana terbatas yang dimiliki oleh perusahaan. Temuan lain Kim dan Rhim (2007) menguatkan hubungan negatif antara investasi dan dividen. Mereka menguji teori *pecking order* dan *agency* menemukan investasi dan dividen memiliki hubungan simultan dan negatif.

H8: Investasi berhubungan negatif dan simultan dengan dividen

#### **Hubungan simultan antara hutang dan dividen**

Menurut teori *pecking order*, informasi asimetris terkait dengan pendanaan eksternal menciptakan sebuah hirarki pilihan pendanaan perusahaan. Perusahaan memilih untuk menggunakan sumber dana internal sebelum memilih menggunakan penggunaan hutang yang berisiko atau pendanaan ekuitas. Oleh karena itu keberadaan sumber dana internal yang berasal dari saldo laba ditahan mempengaruhi kebijakan hutang.

Beberapa penelitian menguji hubungan antara hutang dan dividen. Kim dan Rhim (2007) menguji teori *pecking order* dan *agency* menggunakan metode *ordinary least squares* (OLS) menemukan bahwa hutang memiliki pengaruh negatif ketika investasi tidak memiliki pengaruh terhadap dividen. Sedangkan hasil ketika mereka menggunakan *three stages least squares* (3SLS) juga menemukan bahwa dividen memiliki pengaruh negatif terhadap hutang. Penelitian lain Kaaro (2003) juga membuktikan hubungan simultan dan negatif antara hutang dan dividen.

H9: Hutang berhubungan negatif dan simultan dengan dividen

### **METODE PENELITIAN**

Populasi penelitian ini adalah perusahaan *property & real estate* yang telah *go public* dan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sedangkan sampel penelitian adalah perusahaan yang telah melaporkan kinerja (annual dan kuartal) 2011 – 2014. Jenis data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder. Data diambil dari data laporan keuangan tahunan (*Annualy Report*) perusahaan *property & real estate* pada periode tahun 2011-2014. Metode analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah *three stage least squares*(3SLS).

Metode 3SLS digunakan untuk mengestimasi persamaan simultan.

$$Y1 = 0 + 1 Y2 + 2 Y3 + 3 X1 + 4 X2 + it \dots (1)$$

$$Y2 = 0 + 1 Y1 + 2 Y3 + 3 X3 + 4 X4 + it \dots (2)$$

$$Y3 = 0 + 1 Y1 + 2 Y2 + 3 X5 + 4 X6 + it \dots (3)$$

Keterangan

Y1 = Investasi, X1 = Ketidakpastian, X2 = Pertumbuhan Penjualan,

Y2 = Hutang, X3 = Asset Berwujud, X4 = Defisit pendanaan,

Y3 = Dividen, X5 = Return On Asset, X6 = Laba ditahan,

0, 0, 0 = Konstanta 1, 1, 1 = Koefisien regresi, it = Error

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Uji Persamaan Simultan antara Kebijakan Investasi Menggunakan Metode *Three Stage Least Squares* (3SLS)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	593630.8	221710.0	2.677510	0.0082
C(2)	-0.117229	0.072151	-1.624776	0.1063
C(3)	464.3654	3274.153	0.141828	0.8874
C(4)	-3939294.	6787648.	-0.580362	0.5625
C(5)	0.525673	0.179763	2.924251	0.0040
Determinant residual covariance		1.33E+12		
R-squared	0.052648	Mean dependent var	616018.5	
Adjusted R-squared	0.027553	S.D. dependent var	1188176.	
S.E. of regression	1171693.	Sum squared resid	2.07E+14	
Durbin-Watson stat	1.892238			

Sumber: Data sekunder yang diolah menggunakan *Eviews 9*

Berdasarkan tabel 4.11 diatas, dapat dirumuskan persamaan simultan sebagai berikut:

$$Y1 = 593630 - 0.1*Y2EST01 + 464*Y3EST01 - 3939294*X1 + 0.5*X2$$

Hasil persamaan simultan diatas dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Konstanta sebesar 593630 menyatakan bahwa jika variabel independen dianggap konstan, maka rata-rata dari kebijakan investasi adalah sebesar Rp. 593 milyar.
- Koefisien kebijakan hutang sebesar - 0,1 yang berarti bahwa setiap kenaikan kebijakan hutang sebesar 10000 maka akan menurunkan kebijakan investasi sebesar Rp. 1 juta. Nilai koefisien kebijakan hutang yang negatif menunjukkan bahwa variabel kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan investasi, yang berarti bahwa semakin meningkatnya nilai kebijakan hutang maka kebijakan investasi akan semakin menurun. Nilai probability kebijakan hutang sebesar 0.1 lebih besar dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0.1 > 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel kebijakan hutang secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel kebijakan investasi.
- Koefisien kebijakan dividen sebesar 464 yang berarti bahwa setiap kenaikan kebijakan dividen sebesar 1 maka akan meningkatkan kebijakan investasi sebesar Rp. 464 juta. Nilai koefisien kebijakan dividen yang positif menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan investasi, yang berarti bahwa semakin meningkatnya nilai kebijakan deviden maka kebijakan investasi akan semakin meningkat. Nilai *probability* kebijakan dividen sebesar 0.8 lebih besar dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0.8 > 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel kebijakan investasi.
- Koefisien Ketidakpastian (X1) sebesar - 3939294 berarti bahwa setiap kenaikan ketidakpastian sebesar 1 maka akan menurunkan investasi sebesar Rp. 3,9 trilyun. Nilai koefisien ketidakpastian yang negatif menunjukkan bahwa variabel ketidakpastian berpengaruh negatif terhadap kebijakan investasi, yang berarti bahwa semakin meningkatnya nilai ketidakpastian maka investasi akan semakin menurun.



Nilai *probability* dari ketidakpastian sebesar 0.56 lebih besar dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0,5 > 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel ketidakpastian secara individual tidak berpengaruh terhadap kebijakan investasi.

- e. Koefisien pertumbuhan penjualan ( $X_2$ ) sebesar 0,5 berarti bahwa setiap kenaikan pertumbuhan penjualan sebesar 10 maka akan meningkatkan kebijakan investasi sebesar Rp. 5 juta. Nilai koefisien pertumbuhan penjualan yang positif menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan investasi, yang berarti bahwa semakin meningkatnya nilai pertumbuhan penjualan maka investasi akan semakin meningkat. Nilai *probability* dari pertumbuhan penjualan sebesar 0,00 lebih kecil dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0,00 < 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan penjualan secara individual berpengaruh terhadap kebijakan investasi.

**Uji Persamaan Simultan antara Kebijakan Hutang  
Menggunakan Metode *Three Stage Least Squares* (3SLS)**

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	859516.3	208862.9	4.115218	0.0001
C(2)	-0.111228	0.129990	-0.855669	0.3935
C(3)	-4998.142	5108.519	-0.978394	0.3294
C(4)	422489.8	570335.8	0.740774	0.4600
C(5)	-1047.651	239.4756	-4.374772	0.0000
Determinant residual covariance		2.74E+12		
R-squared	0.112416	Mean dependent var	1062066.	
Adjusted R-squared	0.088904	S.D. dependent var	1762055.	
S.E. of regression	1681905.	Sum squared resid	4.27E+14	
Durbin-Watson stat	1.750581			

Sumber: *Eviews 9*

Berdasarkan tabel 4.12 di atas, dapat dirumuskan persamaan simultan sebagai

$$Y_2 = 859516 - 0.1 * Y1EST01 - 4998 * Y3EST01 + 422489 * X_3 - 1047 * X_4$$

Hasil persamaan simultan di atas dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Konstanta sebesar 859516 menyatakan bahwa jika variabel independen dianggap konstan, maka rata-rata dari kebijakan hutang adalah sebesar Rp. 859 milyar.
- Koefisien kebijakan investasi sebesar -0,1 yang berarti bahwa setiap kenaikan kebijakan investasi sebesar 10 maka akan menurunkan kebijakan hutang sebesar Rp. 1 juta. Nilai koefisien kebijakan investasi yang negatif menunjukkan bahwa variabel kebijakan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, yang berarti bahwa semakin meningkatnya nilai kebijakan investasi maka hutang perusahaan akan semakin menurun. Nilai *probability* kebijakan investasi sebesar 0,39 lebih besar dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0,3 > 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel kebijakan investasi secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel kebijakan hutang.
- Koefisien kebijakan dividen sebesar - 4998 yang berarti bahwa setiap kenaikan kebijakan dividen sebesar 1 maka akan menurunkan kebijakan hutang sebesar Rp. 499 milyar. Nilai koefisien kebijakan dividen yang negatif menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, yang berarti bahwa semakin meningkatnya nilai kebijakan dividen maka hutang perusahaan akan semakin menurun. Nilai *probability* kebijakan dividen sebesar 0,32 lebih besar dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0,32 > 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel kebijakan hutang.
- Koefisien *asset tangibility* ( $X_3$ ) sebesar 422489 berarti bahwa setiap kenaikan *asset tangibility* sebesar 1 maka akan meningkatkan kebijakan hutang sebesar Rp. 4 trilyun. Nilai koefisien *asset tangibility* yang positif menunjukkan bahwa variabel *asset tangibility* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang, yang berarti bahwa semakin

meningkatnya nilai *asset tangibility* maka kebijakan hutang akan semakin meningkat. Nilai *probability* dari *asset tangibility* sebesar 0,46 lebih besar dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0,46 > 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel *asset tangibility* secara individual tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

- e. Koefisien defisit (X4) sebesar -1047 berarti bahwa setiap kenaikan defisit sebesar 1 maka akan meningkatkan kebijakan hutang sebesar Rp. 1 milyar. Nilai koefisien defisit yang negatif menunjukkan bahwa variabel defisit berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, yang berarti bahwa semakin meningkatnya nilai defisit maka kebijakan hutang akan semakin menurun. Nilai *probability* dari defisit sebesar 0,00 lebih kecil dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0,00 < 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel defisit secara individual berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

**Uji Persamaan Simultan antara Kebijakan Dividen  
Menggunakan Metode *Three Stage Least Squares* (3SLS)**

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	3.778056	3.386094	1.115756	0.2663
C(2)	-3.25E-06	2.68E-06	-1.209571	0.2283
C(3)	-2.57E-06	2.28E-06	-1.130413	0.2601
C(4)	1.083405	0.448592	2.415123	0.0169
C(5)	3.07E-06	2.47E-06	1.244859	0.2151
Determinant residual covariance		811.9440		
R-squared	0.071273	Mean dependent var	12.22612	
Adjusted R-squared	0.046671	S.D. dependent var	29.66302	
S.E. of regression	28.96255	Sum squared resid	126663.3	
Durbin-Watson stat	2.153721			

Sumber: *Eviews 9*

Berdasarkan tabel 4.13 diatas, dapat dirumuskan persamaan simultan sebagai berikut:

$$Y3 = 3.7 - 3.2e - 06 * Y1EST01 - 2.5e - 06 * Y2EST01 + 1 * X5 + 3.0e - 06 * X6$$

Hasil persamaan simultan diatas dapat dijelaskan sebagai berikut:

- Konstanta sebesar 3,7 menyatakan bahwa jika variabel independen dianggap konstan, maka rata-rata dari kebijakan dividen adalah sebesar Rp. 3,7.
- Koefisien kebijakan investasi sebesar -3.25E-06 yang berarti bahwa setiap kenaikan kebijakan investasi sebesar 1 juta maka akan menurunkan kebijakan dividen sebesar Rp. 3,25 per lembar. Nilai koefisien kebijakan investasi yang negatif menunjukkan bahwa variabel kebijakan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, yang berarti bahwa semakin meningkatnya nilai kebijakan investasi maka dividen akan semakin menurun. Nilai *probability* kebijakan investasi sebesar 0,22 lebih besar dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0,22 > 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel kebijakan investasi secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel kebijakan dividen.
- Koefisien kebijakan hutang sebesar -2.57E-06 yang berarti bahwa setiap kenaikan kebijakan hutang sebesar 1 juta maka akan menurunkan kebijakan dividen sebesar Rp. 2,57 per lembar. Nilai koefisien kebijakan hutang yang negatif menunjukkan bahwa variabel kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, yang berarti bahwa semakin meningkatnya nilai kebijakan hutang maka dividen akan semakin menurun. Nilai *probability* kebijakan hutang sebesar 0,26 lebih besar dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0,26 > 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel kebijakan hutang secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel kebijakan dividen.
- Koefisien ROA (X5) sebesar 1 berarti bahwa setiap kenaikan ROA sebesar 10 maka akan meningkatkan kebijakan dividen sebesar Rp. 10 per lembar. Nilai koefisien ROA yang positif menunjukkan bahwa variabel ROA berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, yang berarti bahwa semakin meningkatnya nilai ROA maka dividen akan

semakin meningkat. Nilai *probability* dari ROA sebesar 0.01 lebih kecil dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0,01 > 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel ROA secara individual berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

- e. Koefisien RE (X6) sebesar 0.2 berarti bahwa setiap kenaikan RE sebesar 1 juta maka akan meningkatkan kebijakan dividen sebesar Rp. 3 per lembar. Nilai koefisien RE yang positif menunjukkan bahwa variabel RE berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, yang berarti bahwa semakin meningkatnya nilai RE maka dividen akan semakin meningkat. Nilai *probability* dari RE. sebesar 0.21 lebih besar dari taraf signifikansi sebesar 0,05 ( $0,21 > 0,05$ ) sehingga menunjukkan bahwa variabel RE secara individual tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

#### Tabel

##### Hausman Test

Persamaan	Prob
Investasi-Dividen	0,40
Investasi-Hutang	0,50
Hutang-Dividen	0,03

Sumber: *Eviews 9*

Berdasarkan Tabel Hausman Test diatas dapat diambil kesimpulan bahwa nilai *probability* persamaan investasi dengan dividen dan investasi dengan hutang adalah lebih besar dari taraf signifikansi ( $prob > 0,05$ ), sehingga  $H_0$  ditolak yang berarti tidak terdapat masalah simultanitas antara investasi dengan dividen dan investasi dengan hutang. Sedangkan nilai *probability* persamaan hutang dan dividen lebih kecil dari taraf signifikansi, sehingga  $H_0$  ditolak yang berarti terdapat masalah simultanitas antara hutang dan dividen.

#### Uji F-Statistic

##### Persamaan Simultan Investasi, Hutang dan Dividen

No	Persamaan	F-statistic
1	Investasi	0.00
2	Hutang	0.00
3	Dividen	0.02

Sumber: *Eviews9*

Berdasarkan hasil pada Tabel Uji F-statistik diatas menunjukkan bahwa nilai statistik F dari persamaan investasi, hutang dan dividen lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05 sehingga  $H_0$  ditolak, yang berarti variabel hutang, dividen, ketidakpastian dan pertumbuhan penjualan secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap investasi, Variabel investasi, dividen, defisit dan tangibility secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap variabel hutang dan variabel investasi, hutang, ROA dan RE secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap variabel dividen.

Berdasarkan hasil output *Eviews 9* pada Tabel Uji Simultan *R-Squared* dan *Adjusted R-Squared* persamaan kebijakan investasi sebesar 0.05 dan 0.02. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan investasi dapat dijelaskan oleh variabel hutang, dividen, ketidakpastian dan pertumbuhan penjualan hanya sebesar 5% dan sisanya ( $100\% - 5\% = 95\%$ ) dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model. Sedangkan pada tabel Tabel 4.8 *R-Squared* dan *Adjusted R-Squared* persamaan kebijakan hutang sebesar 0.11 dan 0.08. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel investasi, dividen, *asset tangibility* dan defisit hanya sebesar 11% dan sisanya ( $100\% - 11\% = 89\%$ ) dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model. Sedangkan pada tabel Tabel 4.9 *R-Squared* dan *Adjusted R-Squared* persamaan kebijakan dividen sebesar 0.07 dan 0.04. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh variabel investasi, dividen, ketidakpastian, pertumbuhan penjualan, tangibility, defisit, ROA dan RE hanya sebesar 4% dan sisanya ( $100\% - 7\% = 93\%$ ) dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model.

## Pembahasan Hasil

### a. Pengaruh ketidakpastian terhadap kebijakan investasi

Hasil pengujian antara ketidakpastian terhadap kebijakan Investasi menunjukkan koefisien ketidakpastian yang negatif dan tidak ada pengaruh signifikan terhadap kebijakan Investasi. Koefisien ketidakpastian yang negatif menunjukkan apabila ketidakpastian mengalami peningkatan maka kebijakan investasi akan mengalami penurunan. Sedangkan nilai *probability* yang tidak signifikan menunjukkan bahwa variabel ketidakpastian secara individual tidak berpengaruh terhadap kebijakan Investasi. Maka dari itu, hipotesis pertama “ketidakpastian berpengaruh negatif terhadap kebijakan Investasi” diterima. Pengaruh negatif antara ketidakpastian dan kebijakan Investasi ini sesuai dengan teori *real option* dan penelitian terdahulu (Panousi dan Papanikolaou 2012 dan Guiso dan Parigi (1999). Semakin meningkatnya ketidakpastian akan mendorong perusahaan untuk menurunkan investasinya.

### b. Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap kebijakan investasi

Hasil pengujian antara pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan Investasi menunjukkan koefisien pertumbuhan penjualan yang positif dan ada pengaruh signifikan terhadap kebijakan Investasi. Koefisien pertumbuhan penjualan yang positif menunjukkan apabila pertumbuhan penjualan mengalami peningkatan maka kebijakan investasi akan mengalami peningkatan. Sedangkan nilai *probability* yang tidak signifikan menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan penjualan secara individual berpengaruh terhadap kebijakan Investasi. Maka dari itu, hipotesis pertama “pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap kebijakan Investasi” diterima. Pengaruh positif antara pertumbuhan penjualan dan kebijakan Investasi ini sesuai dengan penelitian Anthony dan Ramesh (1992). Peningkatan pertumbuhan penjualan akan diikuti oleh peningkatan investasi untuk peningkatan kapasitas.

### c. Pengaruh *asset tangibility* terhadap kebijakan hutang

Hasil pengujian antara *asset tangibility* terhadap kebijakan hutang menunjukkan koefisien *asset tangibility* yang positif dan tidak ada pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Koefisien *asset tangibility* yang positif menunjukkan apabila *asset tangibility* mengalami peningkatan maka kebijakan hutang akan mengalami peningkatan. Sedangkan nilai *probability* yang signifikan menunjukkan bahwa variabel *asset tangibility* secara individual tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Maka dari itu, hipotesis pertama “*asset tangibility* berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang” diterima. Pengaruh positif dan tidak signifikan antara *asset tangibility* dan kebijakan hutang ini sesuai dengan penelitian terdahulu bahwa semakin banyak *tangible assets* yang dimiliki oleh perusahaan semakin besar pula peluang perusahaan untuk mendapatkan hutang (Rajan dan Zingales, 1995).

### d. Pengaruh defisit terhadap kebijakan Hutang

Hasil pengujian antara defisit terhadap kebijakan hutang menunjukkan koefisien defisit yang negatif dan ada pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Koefisien defisit yang negatif menunjukkan apabila defisit mengalami peningkatan maka kebijakan hutang akan mengalami penurunan. Sedangkan nilai *probability* yang tidak signifikan menunjukkan bahwa variabel defisit secara individual berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Maka dari itu, hipotesis pertama “defisit berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang” ditolak. Pengaruh positif antara defisit dan kebijakan hutang ini tidak sesuai dengan penelitian Martin dan Udego (2005) dan Tan et al (2015) dan teori *pecking order*. Manajer cenderung membangun kondisi keuangan yang longgar, apabila terjadi defisit pendanaan, mereka akan menurunkan hutang karena keberadaan kas yang tidak memungkinkan untuk membayar pokok hutang.

### e. Pengaruh ROA terhadap kebijakan dividen

Hasil pengujian antara ROA terhadap kebijakan dividen menunjukkan koefisien ROA yang positif dan ada pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Koefisien ROA yang positif menunjukkan apabila ROA mengalami peningkatan maka kebijakan dividen akan mengalami peningkatan. Sedangkan nilai *probability* yang tidak signifikan menunjukkan bahwa variabel ROA secara individual berpengaruh terhadap

kebijakan dividen. Maka dari itu, hipotesis pertama “ROA berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen” diterima. Pengaruh positif antara ROA dan kebijakan dividen ini sesuai dengan penelitian (Ferris dkk, 2009; Kumar, 2007 ; dan Syahbana 2007). Semakin tinggi profitabilitas akan meningkatkan dividen

f. Pengaruh RE terhadap kebijakan dividen

Hasil pengujian antara RE terhadap kebijakan dividen menunjukkan koefisien RE yang positif dan tidak ada pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Koefisien RE yang positif menunjukkan apabila RE mengalami peningkatan maka kebijakan dividen akan mengalami peningkatan. Sedangkan nilai *probability* yang tidak signifikan menunjukkan bahwa variabel RE secara individual tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Maka dari itu, hipotesis pertama “RE berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen” ditolak. Pengaruh positif antara RE dan kebijakan dividen ini tidak sesuai dengan penelitian dari DeAngelo, DeAngelo, dan Stulz (2006) dan Nuriningsih (2005). Hubungan yang tidak sesuai dengan penelitian terdahulu ini dapat disebabkan oleh kondisi istimewa yang terjadi pada sampel. Pada tahun 2011-2012 Hampir 55% perusahaan sampel tidak membayarkan dividen.

g. Hubungan simultan antara kebijakan hutang dan kebijakan investasi

Hasil pengujian variabel investasi terhadap hutang menggunakan metode *Three Stage Least Squares* (3SLS) menunjukkan koefisien yang negatif dan tidak ada pengaruh signifikan. Pada hasil uji Hausman menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang simultan antara investasi dan hutang. Hasil pengujian hubungan antara variabel investasi dan hutang ini ditolak karena tidak sesuai hasil penelitian (Wang, 2010; Kaaro, 2003).

h. Hubungan simultan antara kebijakan investasi dan kebijakan dividen

Hasil pengujian variabel investasi terhadap dividen menggunakan metode *Three Stage Least Squares* (3SLS) menunjukkan koefisien yang negatif namun tidak ada pengaruh signifikan. Pada hasil uji Hausman menunjukkan tidak terdapat hubungan yang simultan antara investasi dan dividen. Hasil pengujian hubungan negatif antara variabel investasi dan dividen ini diterima karena sesuai dengan hasil penelitian terdahulu (Wang 2012; dan Kim dan Rhim, 2005) dan hubungan simultan ditolak. Hubungan yang tidak sesuai dengan penelitian terdahulu ini dapat disebabkan oleh kondisi istimewa yang terjadi pada sampel. Pada tahun 2011-2012 Hampir 55% perusahaan sampel tidak membayarkan dividen.

i. Hubungan simultan antara kebijakan utang dan kebijakan dividen

Hasil pengujian variabel dividen terhadap hutang menggunakan metode *Three Stage Least Squares* (3SLS) menunjukkan koefisien yang negatif namun tidak ada pengaruh signifikan. Pada hasil uji Hausman menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang simultan antara dividen dan hutang. Hasil pengujian hubungan antara variabel dividen dan hutang ini diterima karena sesuai dengan hasil penelitian (Kim dan Rhim, 2005; dan Kaaro, 2003).

### Kesimpulan

Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan, kesimpulan yang didapat adalah Kebijakan Investasi dan Kebijakan Hutang memiliki hubungan negatif dan tidak simultan, Kebijakan Investasi dan Kebijakan Dividen memiliki hubungan negatif dan tidak simultan, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen memiliki hubungan negatif dan simultan; Ketidakpastian berhubungan negatif tidak signifikan terhadap Kebijakan Investasi dan Pertumbuhan Penjualan berhubungan positif tidak signifikan terhadap Kebijakan Investasi, *Asset Tangibility* berhubungan positif tidak signifikan dengan Kebijakan Hutang, dan *Defisit Pendanaan* berhubungan negatif tidak signifikan dengan Kebijakan Hutang dan *Return On Asset* (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen dan Laba Ditahan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen

**REFERENSI**

- Almeida, H. and Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460
- Ang, Robert. (1997). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Jakarta, Mediasoft Indonesia.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of accounting and Economics*, 15(2), 203–227.
- Baker, M. and Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
- Baum, C. F., Caglayan, M. and Talhadura, O. (2008). Uncertainty determinants of firm investment. *Economics Letters*, 98(3), 282–287.
- Bloom et al. (2007) Bloom, N., Bond, S. and Van Reenen, J. (2007). Uncertainty and investment dynamics. *Review of Economic Studies*, 74(2), 391–415
- Carruth, A., Dickerson, A. and Henley, A. (2000). What do we know about investment under uncertainty?. *Journal of Economic Surveys*, 14(2), 119–153.
- Chiarella, C., Dieci, R., & Gardini, L. (2002). Speculative behaviour and complex asset price dynamics: a global analysis. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 49(2), 173–197.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Stulz, R. M. (2006). Dividend Policy And The Earned/Contributed Capital Mix: A Test Of The Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254.
- Denis, D. J. and Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82.
- Dinh Nguyen, P., & Thi Anh Dong, P. (2013). Determinants of Corporate Investment Decisions: The Case of Vietnam. *Journal of Economics and Development*, 15(1), 32.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics Or Lower Propensity To Pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. and Peterson, B. C. (1988). Financing Constraints And Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141–206.
- Ferris, Stephen P. and Jayaraman, Narayanan and Sabherwal, Sanjiv. 2009. Catering Effects in Corporate Dividend Policy: The International Evidence. *Journal of Banking and Finance, Forthcoming*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1374024>
- Frank, M. Z. and Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory Of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248
- Fuss, C., & Vermeulen, P. (2004). Firms' Investment Decision in Response to Demand and Price Uncertainty. *European Central Bank*.
- Grullon, G., Roni Michaely, Benartzi, S., Thelar, R. 2003. Dividend Changes Do Not Signal in Future Profitability. *Journal Of Business*, 2005, vol 78 no. 5
- Guiso, Luigi, and Giuseppe Parigi, 1999, Investment and demand uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics* 114, 185{227.
- Hatta A., J. 2002. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder. *JAAI Volume 6 No. 2, Desember 2002*.
- Hermeindito, K. (2003). Simultaneous Analysis Of Corporate Investment, Dividend, And Finance Empirical Evidence Under High Uncertainty. *The Journal of Accounting, Management, and Economics Research*, 3(1), 1–17.
- Hovakimian, G. and Titman, S. (2006). Corporate Investment With Financial Constraints: Sensitivity Of Investment To Funds From Voluntary Assets Sales. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(2), 357–374.
- Kim Ph, Y. H., Rhim, J. C., & Friesner, D. L. (2007). Interrelationships Among Capital Structure, Dividends, And Ownership: Evidence From South Korea. *Multinational Business Review*, 15(3), 25–42.



- Kusumastuti, N. dan Arfianto, E.D. 2015. Hubungan Simultan Antara Volume Perdagangan dan Order Imbalance (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Termasuk Dalam Indeks LQ 45 Periode 2014). Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Lensink, R. and Murinde, V. (2006). The Inverted-U Hypothesis For The Effect Of Uncertainty On investment: Evidence From UK Firms. *European Journal of Finance*, 12(2), 95–105.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, And Taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Meng, Q. (2013). Corporate Investment, Financing And Payout Decisions: Evidence From UK Listed Companies (Doctoral dissertation, University of Birmingham).
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). The Cost Of Capital, Corporate Finance And The Theory Of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and cost of capital: a correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Parthington. 1989. Dividend Policy: Case Study Australian Capital Market. *Journal of Finance*: 155-176
- Persson, R. (2014). Simultaneous Determination Of Debt, Dividend, and Inside Ownership Policies: Evidence from Sweden. miun. Mid Sweden University. diva-portal.org
- Rachmad. AN dan Dul Muid. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, dan Return On Asset (ROA) Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol. 2. No.3 Hal. 1-11
- Rajan, R.G, and Zingales, L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *Journal of Finance*. 5:1421-1460.
- Seifert, B. and Gonenc, H. (2008). The International Evidence On The Pecking Order Hypothesis. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(3), 244–260..
- Shyam-Sunder, L. and Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219–244.
- Tan, K. J. K., Lee, J. M., & Faff, R. W. (2015). Short-selling pressure and last-resort debt finance: evidence from 144A high-yield risk-adjusted debt. *Accounting & Finance*.
- Titman dan Wessels., 1988. The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, 43.
- Van Horn, J. C dan Wachowicz, J. M. 2013. Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan. Edisi Tiga Belas. Jakarta: Salemba Empat
- Wang, D. H. M. (2010). Corporate Investment, Financing, And Dividend Policies In The High-Tech Industry. *Journal of Business Research*, 63(5), 486–489.