

INTERDEPENDENSI ANTARA KEPUTUSAN INVESTASI, KEPUTUSAN PENDANAAN DAN KEPUTUSAN DIVIDEN

Linda Purnamasari
Sri Lestari Kurniawati
Melliza Silvi

Jurusan Manajemen STIE Perbanas Surabaya
Jl. Nginden Semolo 34-36, Surabaya 60118

Abstract : *This paper examined a comprehensive test of the interdependencies among investment decisions, financing decisions and dividend decisions. Three simultaneous equation models were used. By applying Two Stage Least Square (2-SLS) technique to 122 firms listed on Indonesian Stock Exchange, it was found out that there was no significant interdependencies among firm's investment decisions, financing decisions and dividend decisions. Our result suggested the causality flow between firm's investment decisions and dividend decisions was bidirectional and positive, the causality flow between investment and financing decisions was bidirectional and positive, while the causality flow between financing and dividend decisions was bidirectional and negative.*

Key words : *investment, financing, dividends, simultaneous equation*

Dalam situasi perekonomian global, perusahaan melakukan kegiatan ekonomi tanpa batas negara. Kondisi ini menimbulkan persaingan yang ketat antar perusahaan. Untuk menghadapi kondisi yang demikian, setiap perusahaan dituntut mampu melihat dan membaca situasi yang terjadi, sehingga dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemen, seperti di bidang pemasaran, produksi, sumber daya manusia dan keuangan dengan baik.

Fungsi keuangan merupakan salah satu fungsi penting dalam kegiatan perusahaan dan

mempunyai pengaruh cukup besar terhadap nilai perusahaan (Adler, 2004). Dalam konteks keuangan, maksimalisasi nilai perusahaan inilah yang menjadi tujuan perusahaan. Bagi perusahaan-perusahaan yang *go public*, nilai perusahaan dapat direfleksikan melalui harga pasar saham. Harga pasar saham adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon investor apabila ia ingin memiliki saham suatu perusahaan. Semakin tinggi harga pasar saham maka semakin tinggi nilai perusahaan serta semakin tinggi pula kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan (pemegang saham).

Korespondensi dengan Penulis:

Sri Lestari Kurniawati: Telp. +62 31 594 7151, Fax. +62 31 599 2985

E-mail: endut_2006@yahoo.com

Dalam rangka mencapai tujuan perusahaan tersebut, manajer keuangan perusahaan dihadapkan pada keputusan keuangan yang meliputi keputusan investasi (*investment decision*), keputusan pendanaan (*financing decision*) dan keputusan yang menyangkut pembagian laba dalam bentuk dividen (Van Horne, 2001). Ketiga keputusan tersebut saling berkaitan dan setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya.

Dalam keputusan investasi, perusahaan dihadapkan pada keputusan tentang berapa dana yang harus diinvestasikan pada aktiva lancar dan aktiva tetap serta pos-pos yang terkait dengan aktiva lain-lain perusahaan. Selain itu dengan aktiva yang tersedia perusahaan harus dapat mengoptimalkan penggunaannya sehingga dapat menghasilkan laba. Selanjutnya dari laba yang diperoleh, perusahaan harus mengambil keputusan berapa dari laba tersebut yang akan diinvestasikan kembali pada perusahaan dalam bentuk laba ditahan (*retained earning*) dan berapa yang harus dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Kebijakan inilah yang dikenal dengan *dividend policy* atau kebijakan pembagian laba.

Dalam keputusan pembagian dividen perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Untuk itu, laba sering tidak seluruhnya dibagikan dalam bentuk dividen akan tetapi ada yang disisihkan untuk investasi kembali. Apabila perusahaan lebih memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka hal tersebut akan mengurangi porsi laba yang ditahan dan mengurangi sumber dana internal, namun di sisi lain akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi dividennya dalam proporsi yang lebih besar daripada yang ditahan untuk diinvestasikan kembali pada proyek-proyek yang menguntungkan atau sebaliknya.

Keputusan yang tidak kalah pentingnya adalah menyangkut keputusan pendanaan. Dalam keputusan tersebut perusahaan berusaha untuk mencari sumber-sumber pendanaan dengan biaya yang minimal. Sumber pendanaan perusahaan dapat diperoleh dari internal yaitu berupa laba ditahan dan dari eksternal yaitu berupa hutang atau penerbitan saham baru. Suatu kombinasi yang optimal atas penentuan pendanaan tersebut sangat penting karena diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil studi Myers (1984) tentang *pecking order hypothesis* menyatakan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan pendanaan internal terlebih dahulu, dan apabila memerlukan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan menggunakan hutang sebelum penerbitan saham baru. Hal ini dilakukan karena perusahaan ingin menghindari *floatation cost* yang cenderung tinggi akibat menerbitkan saham baru. Selain itu, perusahaan lebih memilih pendanaan internal karena untuk memperkecil informasi asimetri antara pihak dalam dan pihak investor luar perusahaan. Menurut Fazzari, Hubbard dan Petersen (1988) adanya informasi asimetri pada sumber pendanaan eksternal akan menimbulkan biaya yang lebih mahal dibandingkan dengan biaya yang harus dikeluarkan pada sumber pendanaan internal.

Pengujian secara simultan antara kebijakan struktur modal dengan kebijakan dividen telah dilakukan oleh Ignatius dan Jogiyanto (2001) pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Berdasarkan hasil penelitian tersebut ditemukan bahwa terdapat hubungan yang simultan antara kedua kebijakan tersebut. Tandelilin dan Wilberforce (2002) juga pernah melakukan pengujian terhadap keterkaitan antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen dalam konteks keagenan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa konflik keagenan dapat dikurangi melalui kebijakan hutang atau menggunakan kebijakan dividen.

Pengujian terhadap keterkaitan keputusan pendanaan dengan keputusan investasi pada kondisi perekonomian normal maupun pada kondisi krisis pernah dilakukan oleh Kaaro (2001;2003). Penelitian ini menemukan bahwa ternyata ada keterkaitan antara kedua keputusan keuangan tersebut serta diketahui adanya perbedaan tentang perilaku manajer dalam menentukan keputusan investasi dan keputusan pendanaan pada periode normal dan periode krisis. Keputusan investasi ternyata dapat dipengaruhi oleh keputusan pendanaan (*leverage*), perubahan laba internal, pertumbuhan dan ukuran perusahaan sedangkan keputusan pendanaan dapat dipengaruhi oleh keputusan investasi, pertumbuhan penjualan, *dividend yield*, profitabilitas, likuiditas dan ukuran perusahaan.

Penelitian dari Suhartono (2004) tentang keterkaitan kebijakan dividen dengan kebijakan hutang yang dilakukan pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas, risiko pasar, *net organizational capital*, *earning volatility*, dan pertumbuhan perusahaan dapat mempengaruhi kedua keputusan keuangan perusahaan.

Akan tetapi, penelitian yang dilakukan di Indonesia tersebut masih membutuhkan pengujian kembali secara empiris dan komprehensif. Hal ini dikarenakan masing-masing dari penelitian hanya menguji keterkaitan antar dua keputusan keuangan saja yaitu antara keputusan investasi dengan keputusan pendanaan, kemudian keputusan pendanaan dengan keputusan dividen.

Berdasarkan dari beberapa penelitian tersebut maka perlu dilakukan penelitian secara komprehensif kemungkinan adanya keterkaitan (interdependensi) antara ketiga keputusan keuangan sekaligus yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen pada seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini mengingat ketiga keputusan keuangan tersebut secara simultan akan

memberikan kontribusi guna pencapaian tujuan perusahaan.

KEPUTUSAN KEUANGAN

Tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan. Manajemen keuangan dapat diartikan sebagai manajemen dana, baik yang berkaitan dengan pengalokasian dana dalam berbagai bentuk investasi secara efektif maupun usaha pengumpulan dana untuk pembiayaan investasi secara efisien. Meskipun fungsi manajer keuangan untuk setiap organisasi belum tentu sama, akan tetapi pada prinsipnya fungsi utama seorang manajer keuangan meliputi pengambilan keputusan investasi, pengambilan keputusan pendanaan dan kebijakan dividen (Sartono, 2001). Akan tetapi menurut Myers (2004), peran seorang manajer keuangan lebih banyak mengarah pada (1) keputusan investasi dan (2) keputusan pendanaan, karena kebijakan pembagian laba sudah termasuk dalam keputusan ini

Penelitian yang dilakukan Mougoue dan Mukherjee (1994) menunjukkan terdapat hubungan interdependensi antara keputusan dividen, investasi dan pendanaan. Lebih lanjut dalam penelitian tersebut menunjukkan terdapat hubungan yang negatif signifikan antara investasi dengan dividen, sedangkan antara investasi dengan pendanaan terdapat hubungan yang positif dan signifikan. Begitu juga antara dividen dengan pendanaan memiliki hubungan yang positif signifikan.

Hasnawati (2005) meneliti tentang implikasi keputusan investasi, pendanaan dan dividen terhadap nilai perusahaan pada seluruh perusahaan *go public* kecuali bank dan lembaga keuangan di BEJ. Dengan menggunakan *Structural Equation Modelling (SEM)* maka hasil penelitian menunjukkan keputusan investasi,

KEPUTUSAN PENDANAAN

keputusan pendanaan dan kebijakan dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan keputusan dividen-lah yang ternyata lebih dominan mempengaruhi nilai perusahaan. Lebih lanjut dalam penelitian ini membuktikan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan, demikian juga kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan.

KEPUTUSAN INVESTASI

Keputusan investasi merupakan keputusan yang menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Keputusan investasi dapat dikelompokkan ke dalam investasi jangka pendek seperti investasi dalam kas, surat-surat berharga jangka pendek, piutang, dan persediaan maupun investasi jangka panjang dalam bentuk tanah, gedung, kendaraan, mesin, peralatan produksi dan aktiva tetap lainnya.

Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Hasnawati (2005), *IOS* merupakan nilai investasi perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan oleh manajemen di masa mendatang. Penelitian Kaaro (2001) menunjukkan bahwa keputusan investasi memiliki pengaruh positif terhadap keputusan pendanaan untuk kondisi ketidakpastian yang rendah (*less uncertainty condition*), sebaliknya keputusan investasi memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan pendanaan pada kondisi ketidakpastian tinggi (*high uncertainty condition*).

Keputusan pendanaan dapat pula diartikan sebagai keputusan yang menyangkut struktur keuangan perusahaan (*financial structure*). Struktur keuangan perusahaan merupakan komposisi dari keputusan pendanaan yang meliputi hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Struktur keuangan perusahaan seringkali berubah akibat investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Oleh karena itu, besar kecilnya investasi yang akan dilakukan perusahaan akan berpengaruh pada komposisi (struktur) pendanaan perusahaan. Setiap perusahaan akan mengharapkan adanya struktur modal optimal, yaitu struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*) dan meminimalkan biaya modal (*cost of capital*).

Hasil penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002) menunjukkan bahwa terdapat hubungan substitusi antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen akan tetapi tidak terdapat hubungan substitusi antara kebijakan dividen dengan *insider ownership* pada perusahaan manufaktur dan perusahaan jasa (tidak termasuk jasa keuangan). Dalam penelitian tersebut, struktur kepemilikan diukur dengan menggunakan *insider ownership*, kebijakan hutang diukur dengan menggunakan *ratio of long term debt and long term liabilities to the total assets*, sedangkan kebijakan dividen diukur dengan *ratio of cash dividend paid out to net operating income*. Selain itu, struktur kepemilikan dikontrol dengan menggunakan variabel *institutional ownership*, *business risk* dan *size*, sedangkan kebijakan hutang dikontrol dengan

menggunakan variabel *institutional ownership*, *business risk*, *profitability* dan *fixed assets ratio*. Kemudian untuk kebijakan dividen dikontrol dengan *insider ownership*, *institutional ownership*, *business risk*, *profitability* dan *sales growth*.

KEPUTUSAN DIVIDEN

Pada dasarnya, laba bersih yang diperoleh perusahaan bisa dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Keputusan dividen menyangkut keputusan tentang penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Dividen yang dibagikan dapat berupa dividen tunai (*cash dividend*) atau dividen dalam bentuk saham (*stock dividend*). Dividen tunai umumnya dibagikan secara reguler, baik triwulanan, semesteran atau tahunan. Di sisi lain, *stock dividend* dapat mengakibatkan jumlah lembar saham bertambah dan umumnya akan menurunkan harga per lembar saham.

Setyawan dan Jogiyanto (2001) menemukan bahwa terdapat hubungan simultan antara kebijakan dividen dengan kebijakan pendanaan pada perusahaan yang memiliki karakteristik *low growth* dan *no blockholder*. Dividen digunakan untuk mengurangi adanya masalah keagenan, karena sebagian besar kepemilikan saham dimiliki oleh pemegang saham internal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

INTERDEPENDENSI KEPUTUSAN INVESTASI, KEPUTUSAN PENDANAAN DAN KEPUTUSAN DIVIDEN

Kaaro (2001), pernah melakukan penelitian di Indonesia mendukung Myers dan Majluf,

bahwa keputusan investasi yang dibentuk melalui indikator IOS yaitu *earning per share to stock price* secara konsisten berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (*leverage* atau *debt to total assets*). Hasnawati (2005) juga menemukan adanya pengaruh keputusan investasi terhadap keputusan pendanaan sebesar 16%. Nilai ini dapat diartikan, apabila perusahaan akan meningkatkan kegiatan investasinya, maka perusahaan juga akan meningkatkan jumlah pendanaannya. Sementara itu, Mbodja dan Mukherejee (1994) menemukan bahwa ada keterkaitan antara keputusan investasi, keputusan pendanaan dan dividen. Lebih lanjut diungkapkan bahwa terdapat hubungan yang negatif signifikan antara investasi dengan dividen, sedangkan antara investasi dengan pendanaan terdapat hubungan yang positif dan signifikan. Begitu juga antara dividen dengan pendanaan memiliki hubungan yang positif signifikan.

Besarnya dividen yang dibagikan berdampak pada berkurangnya sumber pendanaan internal sebagai sumber pendanaan urutan pertama yang memiliki biaya yang paling murah (*pecking order theory*), sehingga perusahaan akan mengambil keputusan pendanaan yang kedua yaitu dengan menambah hutang. Apabila dikaji melalui teori keagenan, bertambahnya hutang dapat diartikan sebagai salah satu upaya perusahaan untuk mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Karena dengan hadirnya *debtholder* pada perusahaan, maka *debtholder* akan turut serta dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen. Jensen dan Meckling (1976) dalam teori keagenan mengatakan bahwa dividen dapat mengurangi konflik antara *agent* (manajer) dan *principal* (pemilik). Selain itu, menurut Weston (1992) pembayaran dividen dapat dijadikan sebagai alat monitoring bagi manajemen.

Dalam penelitian Baskin (1989) dan Adedeji (1998) menemukan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Ini berarti pembayaran dividen yang

relatif besar mengakibatkan investasi menjadi rendah, karena laba yang tersedia banyak dialokasikan pada pembayaran dividen daripada laba ditahan yang digunakan untuk investasi. Atau dengan kata lain, untuk menghadapi peluang investasi yang meningkat maka cara yang dapat dilakukan perusahaan yaitu membayar dividen yang relatif kecil.

Sebaliknya, Hasnawati (2005) dalam penelitiannya menunjukkan adanya pengaruh positif antara keputusan investasi terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini mendukung teori sinyal yang dikemukakan oleh Ross (1977), Bhattacharya (1979) dan Muller dan Rock (1995) yang mengemukakan bahwa peningkatan dividen merupakan sebuah sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, karena meningkatnya dividen diartikan sebagai adanya keuntungan yang akan diperoleh dari keputusan investasi yang diambil perusahaan. Oleh sebab itu, dividen yang tinggi tidak selalu diartikan sebagai tidak adanya peluang investasi yang menguntungkan perusahaan, tetapi dapat diartikan adanya prospek yang menjanjikan atas pilihan investasi yang telah diambil oleh perusahaan. Penelitian ini pun memberi implikasi bahwa makin banyak peluang investasi yang diambil maka akan makin besar dividen yang dibagikan. Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk membuktikan adanya interdependensi antara keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

HIPOTESIS

- H₁ : Terdapat hubungan yang positif signifikan antara keputusan investasi dengan keputusan pendanaan pada perusahaan yang terdaftar di BEI
- H₂ : Terdapat hubungan yang negatif signifikan antara keputusan investasi dengan

keputusan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI

- H₃ : Terdapat hubungan yang positif signifikan antara keputusan pendanaan dengan keputusan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI

METODE

Penelitian ini merupakan penelitian terapan (*applied research*), karena tujuan penelitian ini semata-mata untuk mengaplikasikan penelitian yang telah ada sebelumnya dan kemudian dikembangkan secara teoritis. Selain itu juga merupakan penelitian penjelasan (*explanatory research*) karena tujuannya adalah untuk menjelaskan hubungan kausal antar variabel melalui pengujian hipotesis (Cooper dan Emory, 1995).

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Indonesia sampai dengan tahun 2006. Dari hasil pengamatan ditemukan populasi penelitian ini sebanyak 330 perusahaan. Dalam pengambilan sampel digunakan teknik pemilihan secara *non random sampling* dengan metode *purposive sampling* yaitu suatu metode pengambilan sampel yang disesuaikan menurut kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995). Adapun kriteria yang ditentukan adalah: (1) Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang memiliki laporan keuangan yang berakhir pada 31 Desember 2006, kecuali bank, asuransi dan lembaga keuangan lain. Alasan peneliti tidak memasukkan bank, asuransi dan lembaga keuangan lain adalah untuk menghindari bias yang mungkin terjadi karena adanya regulasi keuangan khususnya perbankan dan lembaga keuangan lain. Alasan ini didasari juga oleh pendapat Jensen dan Meckling (1976) bahwa *highly regulated industries such as public utilities*

KEUANGAN ■■■■■

or bank will have higher debt equity ratios for equivalent level of risk than the average non regulated firm. (2) Perusahaan yang memiliki kelengkapan data termasuk memiliki informasi tentang pembagian dividen tunai selama periode penelitian dan memiliki hutang dalam struktur pendanaannya. Berdasarkan kriteria tersebut, maka diperoleh perusahaan-perusahaan yang terpilih sebagai sampel dalam penelitian ini sebanyak 122 perusahaan.

Identifikasi dan Pengukuran Variabel

Keputusan Investasi

Keputusan investasi dapat didefinisikan sebagai keputusan yang menyangkut pengalokasian sumber dana pada total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan, baik aktiva jangka pendek maupun aktiva jangka panjang. Variabel ini diukur dengan menggunakan pertumbuhan total aktiva.

Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan dapat didefinisikan sebagai keputusan tentang perolehan sumber dana dari eksternal (hutang) yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan. Variabel ini diukur dengan menggunakan total hutang/total aktiva.

Keputusan Dividen

Keputusan dividen dapat didefinisikan sebagai seberapa besar laba bersih setelah pajak perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen final tunai. Variabel ini diukur dengan menggunakan dividen per lembar dibagi laba per lembar (DPS/EPS).

Profitabilitas

Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (profit) dari pengelolaan aktiva yang ada. Variabel ini diukur dengan menggunakan

rasio antara *Earning Before Interest and Taxes (EBIT)* terhadap *total assets*. Secara matematis diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Profit}_{it} = \frac{\text{EBIT}_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan dapat didefinisikan sebagai salah satu tolok ukur keberhasilan (kemajuan) perusahaan. Variabel ini diukur dengan menggunakan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan. Penggunaan pertumbuhan penjualan disebabkan karena pertumbuhan penjualan dapat merefleksikan adanya peningkatan terhadap pangsa pasar perusahaan. Secara matematis variabel *growth* dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$SG = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

Ukuran Perusahaan (Size)

Ukuran perusahaan didefinisikan sebagai ukuran besar kecilnya perusahaan. Variabel ini diukur dengan menggunakan total penjualan bersih perusahaan. Secara matematis variabel *size* dapat diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Size} = \ln S_{it}$$

Likuiditas

Likuiditas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Variabel ini diukur dari perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar. Secara matematis dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$CR_{it} = \frac{\text{Current Assets}_{it}}{\text{Current Liabilities}_{it}}$$

Struktur Aktiva

Struktur aktiva didefinisikan sebagai proporsi dari aktiva tetap yang dimiliki oleh

perusahaan terhadap total aktiva yang diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$FAS_{it} = \frac{\text{Fixed Assets}_{it}}{\text{Total Assets}_{it}} \dots\dots\dots (15)$$

Teknik Analisis Data

Pengolahan data dilakukan untuk masing-masing variabel yang diteliti pada masing-masing perusahaan yang dijadikan sampel dan kemudian dilakukan tahapan analisis sebagai berikut: (1) Menghitung variabel-variabel yang diteliti meliputi variabel keputusan investasi yang diukur dengan *total assets growth (TAG)*, variabel keputusan pendanaan yang diukur dengan *book debt to assets ratio (BDA)*, variabel keputusan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio (DPR)*, variabel profitabilitas, variabel pertumbuhan perusahaan, variabel ukuran perusahaan, variabel likuiditas dan variabel struktur aktiva untuk masing-masing perusahaan pada tiap-tiap tahun dengan menggunakan rumus yang ada. (2) Menentukan kriteria identifikasi dari ketiga persamaan simultan dengan formulasi sebagai berikut :

$$(K - k) \geq (m - l)$$

Keterangan :

K = jumlah variabel dalam model

k = jumlah variabel eksogen dan endogen pada persamaan utama

m = jumlah persamaan

Kriteria identifikasinya adalah :

$(K - k) > (m - l)$ = berarti persamaan dalam kondisi *over identified*.

$(K - k) = (m - l)$ = berarti persamaan dalam kondisi *exactly identified*.

$(K - k) < (m - l)$ = berarti persamaan dalam kondisi *under identified*.

Adapun ketiga persamaan simultan dalam penelitian ini adalah :

$$TAG_{it} = a_0 + a_1 \text{Profit}_{it-1} + a_2 \text{Size}_{it} + a_3 \text{SG}_{it} + a_4 \text{BDA}_{it}$$

$$+ a_5 \text{DPR}_{it} + e_1$$

$$\text{BDA}_{it} = b_0 + b_1 \text{Profit}_{it-1} + b_2 \text{Size}_{it} + b_3 \text{FAS}_{it} + b_4 \text{TAG}_{it} + b_5 \text{DPR}_{it} + e_2$$

$$\text{DPR}_{it} = c_0 + c_1 \text{Profit}_{it-1} + c_2 \text{SG}_{it} + c_3 \text{CR}_{it} + c_4 \text{TAG}_{it} + c_5 \text{BDA}_{it} + e_3$$

Dengan menggunakan formulasi identifikasi tersebut, maka model persamaan simultan dapat diuji identifikasinya seperti berikut ini :

Tabel 1. Uji Identifikasi dari Persamaan Simultan

Persamaan	(K - k)	(m - l)	Hasil	Keterangan
Investasi (TAG)	(8 - 6)	(3 - 1)	2 = 2	<i>exactly identified</i>
Pendanaan (BDA)	(8 - 6)	(3 - 1)	2 = 2	<i>exactly identified</i>
Dividen (DPR)	(8 - 6)	(3 - 1)	2 = 2	<i>exactly identified</i>

Sumber : Gujarati (2003), diolah.

Pada Tabel 1 diketahui bahwa persamaan investasi, pendanaan dan dividen pada kondisi *exactly identified*. Kondisi ini memenuhi persyaratan identifikasi persamaan simultan.

Setelah ketiga persamaan yang dibuat memenuhi kriteria *over identified* atau *exactly identified*, maka selanjutnya dapat dilakukan pengujian simultan dengan menggunakan *two stage least square (2SLS)* pada program SPSS versi 10.0. Alasan digunakannya *2SLS*, karena metode ini dapat menghasilkan estimasi parameter secara konsisten dan tidak bias dibandingkan dengan metode kuadrat terkecil klasik (*Ordinary Least Square = OLS*). Menurut Gujarati (2003), metode *OLS* tidak sepenuhnya dapat diterapkan pada persamaan simultan karena menghasilkan estimasi yang tidak konsisten dan bias, atau dengan kata lain tidak *BLUE (Best Linear Unbiased Estimator)*. Hal ini disebabkan karena adanya variabel endogen berkorelasi dengan *error term*, artinya bisa saja variabel investasi berkorelasi dengan ϵ_2 , variabel pendanaan berkorelasi dengan ϵ_3 dan variabel dividen berkorelasi dengan ϵ_1 . Melakukan

pengujian hipotesis yaitu untuk mengetahui adanya interdependensi antara keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen, maka dapat dilihat dari koefisien parameter ketiga persamaan simultan. Apabila a_4 pada persamaan investasi dan b_4 pada persamaan pendanaan positif signifikan, a_5 pada persamaan investasi dan c_4 pada persamaan dividen negatif signifikan, b_5 pada persamaan pendanaan dan c_5 pada persamaan dividen positif signifikan, maka dapat dikatakan bahwa terdapat interdependensi antara keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen.

Melakukan pembahasan dari hasil penelitian yang dihubungkan dengan landasan teori, penelitian terdahulu dan fenomena yang ada.

Pengujian Hipotesis

Dalam menguji ada atau tidaknya interdependensi antara keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen, maka digunakan 3 model persamaan simultan, yaitu persamaan investasi (TAG), persamaan pendanaan (BDA) dan persamaan dividen (DPR). Pengujian ketiga persamaan simultan tersebut menggunakan *two stage least square (2-SLS)* dengan program *SPSS versi 10.0 for windows* yang hasilnya dapat dilihat pada Tabel 2, 3 dan 4.

Tabel 2. Hasil Estimasi 2-SLS Variabel Dependen: Total Assets Growth (TAG)

Variabel Independen	Koefisien	Nilai T	Signifikansi
Constanta	0,118732	1,069	0,2858
Profit	0,517385	3,939	0,0001
Size	- 0,012939	-1,477	0,1407
SG	0,526135	12,656	0,0000
BDA	0,071033	1,081	0,2807
DPR	0,035470	1,601	0,1104
R Square = 0,32565 Adjusted R Square = 0,31581 F hitung = 33,12684 Signifikansi F = 0,0000			

Dari Tabel 2 tersebut dapat dilihat bahwa pada persamaan investasi diperoleh nilai signifikan 0,0000 lebih kecil dari nilai α (0,05) maka H_0 ditolak dan H_a diterima, artinya profitabilitas (profit), ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan perusahaan (SG), keputusan pendanaan (BDA) dan keputusan dividen (DPR) secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi (TAG). Adapun pengaruh tersebut memberikan kontribusi sebesar 32,565% (*R Square* = 0,32565) sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel-variabel lain di luar model penelitian.

Secara parsial profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Sebaliknya, ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap keputusan investasi. Keputusan pendanaan dan dividen secara parsial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap keputusan investasi.

Tabel 3. Hasil Estimasi 2-SLS Variabel Dependen: Book Debt to Assets Ratio (BDA)

Variabel Independen	Koefisien	Nilai t	Signifikansi
Constanta	-0,078199	-0,844	0,3991
Profit	-0,462824	-4,419	0,0000
Size	0,040502	6,000	0,0000
FAS	0,132642	2,518	0,0122
TAG	0,040934	1,131	0,2584
DPR	-0,046077	-2,592	0,0099
R Square = 0,16480 Adjusted R Square = 0,15263 F hitung = 13,53611 Signifikansi F = 0,0000			

Pada persamaan pendanaan diperoleh nilai signifikan 0,0000 lebih kecil dari nilai α (0,05) maka H_0 ditolak dan H_a diterima, artinya profitabilitas (Profit), ukuran perusahaan (*Size*), struktur aktiva tetap (FAS), keputusan investasi (TAG) dan keputusan dividen (DPR) secara bersama-sama

mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan pendanaan (BDA). Adapun pengaruh secara bersama-sama tersebut memberikan kontribusi sebesar 16,48% (*R Square* = 0,16480) sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel-variabel lain di luar model penelitian.

Secara parsial profitabilitas dan keputusan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan. Sebaliknya, ukuran perusahaan dan struktur aktiva berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan pendanaan. Keputusan investasi berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Tabel 4. Hasil Estimasi 2-SLS Variabel Dependen: Dividend Payout Ratio (DPR)

Variabel Independen	Koefisien	Nilai t	Signifikansi
Constanta	0,413860	3,355	0,0009
Profit	-0,158960	-0,510	0,6105
SG	-0,255350	-2,125	0,0343
CR	0,028660	2,238	0,0259
TAG	0,194346	1,500	0,1345
BDA	-0,164019	-0,920	0,3581
R Square = 0,04807			
Adjusted R Square = 0,03419			
F hitung = 3,46386			
Signifikansi F = 0,0046			

Pada tabel 4, persamaan dividen diperoleh nilai signifikan 0,0046 lebih kecil dari nilai α (0,05) maka H_0 ditolak dan H_a diterima, artinya profitabilitas (Profit), pertumbuhan perusahaan (SG), likuiditas (CR), keputusan investasi (TAG) dan keputusan pendanaan (BDA) secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap keputusan dividen (DPR). Adapun pengaruh secara bersama-sama tersebut memberikan kontribusi sebesar 4,807% (*R Square* = 0,04807) sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel-variabel lain di luar model penelitian. Secara parsial pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan dividen,

sedangkan profitabilitas dan keputusan pendanaan berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap keputusan dividen. Sebaliknya, likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan dividen, sedangkan keputusan investasi berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap keputusan dividen.

Berdasarkan hasil pengujian 2-SLS tersebut, dapat diketahui bahwa keputusan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan pendanaan akan tetapi secara keseluruhan antara keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen saling mempengaruhi namun tidak signifikan maka hasil penelitian ini menunjukkan bahwa antara ketiga keputusan keuangan tersebut tidak terdapat interdependensi.

PEMBAHASAN

Keputusan pendanaan berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap keputusan investasi. Temuan ini mendukung hasil penelitian dari Kaaro (2003) yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan (*leverage*) memiliki pengaruh positif terhadap keputusan investasi, artinya setiap kali perusahaan menambah sumber dananya terutama yang dari hutang, maka tambahan sumber dana ini akan digunakan untuk membiayai kesempatan (peluang) investasi perusahaan. Selanjutnya, keputusan investasi juga mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap keputusan pendanaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Mbodja dan Mukherejee (1994) serta Kaaro (2001) yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan (*leverage*) memiliki pengaruh positif terhadap keputusan investasi meskipun tidak signifikan. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin besar investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan, maka semakin besar pula perusahaan tersebut membutuhkan tambahan dana untuk

membayai investasinya. Oleh karena antara keputusan investasi dengan keputusan pendanaan saling mempengaruhi secara positif tetapi tidak signifikan, maka dapat disimpulkan bahwa antara kedua keputusan ini tidak terdapat interdependensi.

Antara keputusan investasi dengan keputusan dividen saling mempengaruhi secara positif tetapi tidak signifikan, sehingga dapat dikatakan bahwa antara kedua keputusan tersebut tidak terdapat interdependensi. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Hasnawati (2005) dan teori sinyal yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap keputusan investasi. Teori sinyal yang dikemukakan oleh Ross (1977), Bhattacharya (1979) dan Muller dan Rock (1995) mengatakan bahwa peningkatan dividen dianggap sebuah sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, karena meningkatnya dividen diartikan sebagai adanya keuntungan yang akan diperoleh dari keputusan investasi yang diambil perusahaan. Oleh sebab itu, dividen yang tinggi tidak selalu diartikan sebagai tidak adanya peluang investasi yang menguntungkan perusahaan, tetapi dapat diartikan adanya prospek yang menjanjikan atas pilihan investasi yang telah diambil oleh perusahaan.

Keputusan dividen dengan keputusan pendanaan saling memiliki pengaruh yang negatif, akan tetapi pengaruh dari keputusan pendanaan terhadap keputusan dividen tidak signifikan dan sebaliknya pengaruh dari keputusan dividen terhadap keputusan pendanaan signifikan. Meskipun demikian, hal ini berarti antara kedua keputusan ini masih terdapat interdependensi. Adapun pengaruh yang signifikan dari keputusan dividen terhadap keputusan pendanaan ini mendukung hasil penelitian dari Baskin (1989) dan Adedeji (1998) yang menyatakan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh negatif terhadap keputusan

pendanaan, artinya semakin besar dividen yang dibagikan berdampak pada semakin berkurangnya sumber pendanaan terutama dari internal perusahaan. Selanjutnya, pengaruh dari keputusan pendanaan terhadap keputusan dividen ditemukan tidak signifikan, hal ini juga mendukung penelitian Baskin (1989) dan Adedeji (1998) yang menyatakan bahwa keputusan pendanaan (*leverage*) memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan dividen meskipun tidak signifikan. Semakin besar pendanaan yang diperoleh perusahaan maka semakin kecil dividen yang akan dibagikan, karena perolehan pendanaan tersebut tidak sepenuhnya dibagikan kepada pemegang saham melainkan juga digunakan untuk membiayai peluang investasi yang dianggap oleh manajemen perusahaan sangat menguntungkan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan adanya interdependensi antara keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa terdapat interdependensi antara keputusan pendanaan dengan keputusan dividen secara negatif dan signifikan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, sedangkan antara keputusan investasi dengan keputusan pendanaan dan antara keputusan investasi dengan keputusan dividen tidak terdapat interdependensi.

Hasil pengujian pada persamaan investasi diketahui bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, keputusan pendanaan dan keputusan dividen secara bersama-sama berpengaruh terhadap

keputusan investasi, dan memberikan kontribusi sebesar 32,565%. Secara parsial, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan yang terbukti berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap keputusan investasi. Pada persamaan pendanaan diketahui bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur aktiva, keputusan investasi dan keputusan dividen secara bersama-sama berpengaruh terhadap keputusan pendanaan, dan memberikan kontribusi sebesar 16,48%. Secara parsial, profitabilitas dan keputusan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan pendanaan, sedangkan ukuran perusahaan dan struktur aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan pendanaan.

Hasil pengujian pada persamaan dividen diketahui bahwa secara bersama-sama profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, likuiditas, keputusan investasi dan keputusan pendanaan mempunyai pengaruh terhadap keputusan dividen, dan memberikan kontribusi sebesar 4,807%. Secara parsial, pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap keputusan dividen sedangkan likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan dividen.

Saran

Keterbatasan dalam penelitian adalah masih minimnya jumlah sampel yang terpilih dikarenakan terbatasnya informasi yang terkait dengan pembagian dividen tunai. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terbatas hanya menggunakan variabel rasio keuangan yang diukur dengan *total assets growth* (keputusan investasi), *book debt to assets ratio* (keputusan pendanaan), *dividen payout ratio* (keputusan dividen), profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan likuiditas.

Disarankan bagi peneliti selanjutnya untuk dapat mengembangkan kembali penelitian yang telah dilakukan dengan cara mengganti proksi dari variabel-variabel yang tidak signifikan dalam

penelitian ini atau dapat menambah variabel-variabel lainnya ke dalam model penelitian (seperti: variabel risiko, struktur kepemilikan manajerial atau kepemilikan institutional dan sebagainya). Selain itu, diharapkan periode penelitian berikutnya dapat lebih diperpanjang yaitu bisa lebih dari 5 tahun, untuk mendapatkan hasil yang lebih baik. Jika ingin menerapkan model persamaan simultan yang sama dengan penelitian ini, maka disarankan untuk menggunakan teknik analisis statistik yang lain seperti misalnya dengan teknik *Three Stage Least Square (3-SLS)* agar hasil pengujian yang diperoleh dapat dibandingkan.

Bagi manajemen perusahaan, diharapkan lebih memperhatikan keputusan dividen dan keputusan pendanaan, karena kedua keputusan ini terbukti saling mempengaruhi secara negatif dan signifikan.

Bagi investor atau calon investor, sebaiknya lebih mempertimbangkan profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, likuiditas, struktur aktiva dan kebijakan dividen apabila ingin menanamkan modalnya ke dalam perusahaan, karena variabel-variabel ini terbukti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan keuangan perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Adedeji, A. 1998. Does The Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratio of Firm in The UK. *Journal of Business Finance and Accounting*, No.25, pp.1127–1155.

Basalamah, A.S.M. & Sudiana, I.P. 2004. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Saham: Studi Kasus pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta Periode 1998-2003. *Jurnal Keuangan Publik*. Edisi September.

- Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*. Spring : pp.26-35.
- Cooper & Emory, C.M. 1995. *Business Research Methods*. Fifth Edition. America. Irwin.
- Fazzari, S.M, Hubbard, R.G., & Petersen, B. 1988. Financing Constraint and Corporate Investment. *Brooking Papers on Economic Activity*, pp.141-206.
- Hasnawati, S. 2005. Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ. *Usahawan*, No.09 TH XXXIV, September.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. 2001. The Debt-Equity Choice. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*. Vol.36, No.1 (March), pp.1-24.
- Indarti, K. & Yusuf, M. 2005. Analisis Kebijakan Dividen, Pendanaan dan Asimetri Informasi pada Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.12, No.1 (Maret), hal. 97-114.
- Ismiyanti, F. & Hanafi, MM. 2004. Struktur Kepemilikan, Risiko dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol.19, No.2, hal.176-196.
- _____.2004. Relevansi Keputusan Pendanaan dan Keputusan Investasi: Suatu Tinjauan Teori. *KEBI STIEKERS*
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp.305-360.
- Kaaro, H. 2001. The Association Between Financing Decision and Investment Decision. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis (Dian Ekonomi)*, Vol.VIII, No.2 (September).
- _____.2003. Keputusan Pendanaan dan Keputusan Investasi Berbasis Peluang Investasi dan Kendala Keuangan. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis (Dian Ekonomi)* Vol. IX, No.1 (Maret), hal. 15–34.
- Mbodja, M. & Mukherjee, T.K. 1994. An Investigation Into the Causality Among Firm's Dividend, Investment and Financing Decisions. *The Journal of Financial Research*. Vol.XVII, No.4, pp.517–530.
- Myers S. & Majluf, M. 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, pp.187–221.
- Myers, Brealey, & Marcus. 2004. *Fundamental of Corporate Finance* 4th edition. New York. Mc.Graw Hill.
- Sartono, R.A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta : BPFE.
- _____.2001. Long Term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of Listed Public Firms in Indonesia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, Vol.3, No.1(January), pp.35-44
- Setyawan, I.R. & Jogiyanto, H. .2001. The Simultaneity of Dividend and Capital Structure Decisions: The Case of Indonesian Capital Market. *Gadjah Mada International Journal of Business*. Vol.3, No.1 (January), pp.23-33.
- Smith, Jr.C.W & Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *The Journal of Financial Economics*, December, pp.263-292.
- Soliha, E. & Taswan. 2002. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*.

- Suhartono. 2004. Pengujian terhadap Keterkaitan antara Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang secara Simultan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". *Ventura*, Vol.7, No.1 (April), pp.53-72.
- Suranta, E. & Midiastuty, P.P. 2003. Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linear Simultan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol.6, No.1 (Januari), hal.54-68.
- Susilowati, Y. 2003. Hubungan antara Peluang Investasi dengan Arus Kas, Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Fokus Ekonomi*, Vol.2, No.1, April. Hal.24-31.
- Tandelilin, E. & Wilberforce, T. 2002. Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict? *Gadjah Mada International Journal of Business*, Vol.4, No.1(January), pp.31-43.
- Titman, S & Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*. Vol.XLIII, No.1 (March), pp.3-19.