

INTERDEPENDENSI KEBIJAKAN DEVIDEN, *FINANCIAL LEVERAGE* DAN INVESTASI: PENGUJIAN *PECKING ORDER THEORY*

Nency Liono

Xanedu Organizer, email: white_blue_2510@yahoo.co.id

Mudji Utami

Fakultas Ekonomi Universitas Surabaya, email: mudjiutami@ubaya.ac.id

Liliana Inggrit Wijaya

Fakultas Ekonomi Universitas Surabaya, email: liliana@ubaya.ac.id

Abstract

The aims of this research to find interdependency relationships among dividend policy, financial leverage, and investment based on pecking order theory testing. Research object includes food and beverages industry which listing in Indonesian Stock Exchange 2002-2007. Given the influence among third the variable hence will know what is there are interdependency among third the variable and what its influence to company in period food and beverage industry 2002-2007 related to company financial decision. Result of this research shows there is interdependency among dividend policy, financial leverage and investment but not support pecking order theory.

Keywords: pecking order, dividend yield, financial leverage, investasi

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan hubungan interdependensi antara kebijakan deviden, *financial leverage*, dan investasi dalam pengujian *pecking order theory*. Objek yang dipakai pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dalam industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2002-2007. Dengan mengetahui pengaruh antara ketiga variabel tersebut maka akan diketahui apakah terdapat interdependensi antara ketiga variabel tersebut dan apa pengaruhnya terhadap perusahaan dalam industri makanan dan minuman periode 2002-2007 yang berkaitan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian secara statistik ditemukan adanya interdependensi antara kebijakan deviden, *financial leverage* dan investasi, namun tidak mendukung pada *pecking order theory*.

Kata kunci: *pecking order*, *dividend yield*, *financial leverage*, investasi

1. Latar Belakang

Investor dalam menginvestasikan dana bertujuan untuk memaksimalkan kekayaannya yang didapat dari deviden ataupun *capital gain*. Manajer keuangan selaku manajemen badan usaha bertugas untuk memaksimalkan kesejahteraan investor dengan sebaik-baiknya, dimana keputusan tersebut meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan deviden. Keputusan tersebut

harus dibuat dengan seteliti dan sebaik mungkin, karena keputusan-keputusan tersebut mempengaruhi nilai badan usaha.

Untuk meningkatkan nilai badan usaha maka disamping membuat kebijakan dividen maka badan usaha dituntut untuk tumbuh. Pertumbuhan dapat diwujudkan dengan menggunakan kesempatan investasi sebaik-baiknya. Investasi berhubungan dengan pendanaan dan apabila investasi sebagian besar didanai *internal equity* maka akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan. Semakin besar investasi, maka semakin berkurang juga dividen yang dibagikan. Apabila dana *internal equity* kurang mencukupi dari dana yang dibutuhkan untuk investasi, maka bisa dipenuhi dari eksternal khususnya dari utang. Badan usaha yang cenderung menggunakan sumber dana eksternal untuk mendanai tambahan investasi akan membagikan dividen yang lebih besar. Untuk itulah, manajer harus dapat menentukan kebijakan dividen yang memberikan keuntungan kepada investor. Di sisi lain, manajer juga harus menjalankan badan usaha dengan tingkat pertumbuhan yang diharapkan.

Keputusan pendanaan yang telah dibuat dengan bersumber pada dana internal maupun eksternal ataupun kedua-keduanya, harus memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkan. Dalam setiap sumber dana mempunyai manfaat dan biaya yang berbeda. Selain memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkan oleh sumber dana yang dipilih, seorang manajer keuangan harus memperhatikan kondisi perekonomian negara. Kondisi perekonomian dapat dilihat dari nilai tukar rupiah terhadap dollar, inflasi, dan pertumbuhan ekonomi. Krisis ekonomi yang menimpa Indonesia pada pertengahan 1997 membuat perekonomian Indonesia berada dalam keadaan krisis.

Pertumbuhan ekonomi Indonesia periode 2002-2007 mengalami peningkatan terus menerus. Sedangkan untuk inflasi, cenderung mengalami penurunan kecuali yang terjadi pada tahun 2005. Hal ini disebabkan adanya kenaikan BBM, dimana pemerintah ingin menyesuaikan harga minyak dunia. Berdasarkan data Badan Pusat Statistik tahun 2005 mengatakan bahwa melemahnya nilai tukar Rupiah tahun 2005 terutama terkait dengan berlanjutnya siklus pengetatan moneter yang mendorong Dollar AS terhadap hampir seluruh mata uang dunia. Sementara dari sisi internal, terjadi karena penurunan surplus neraca transaksi berjalan sementara arus modal masuk yang relatif masih terbatas. Kondisi perekonomian di Indonesia pada tahun 2002-2007 cukup stabil setelah terjadinya krisis ekonomi pada pertengahan tahun 1997.

2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Dalam pengambilan keputusan untuk melakukan investasi berhubungan dengan utang (*financial leverage*) dan kebijakan deviden. Hal ini dapat dilihat apakah perusahaan melakukan investasinya dengan menggunakan dana eksternal ataukah dana internal yang berasal dari *retained earning*. Selain itu, dalam melakukan investasi, perusahaan juga dapat menggunakan keduanya secara kombinasi, yaitu utang dan *retained earning*. Kombinasi penggunaan antara modal sendiri dan hutang disebut struktur modal perusahaan, dimana salah satu dari teori struktur modal adalah *pecking order theory*.

2.1. Pecking Order Theory

Gitman (2000: 532) "*Pecking order is a hierarchy of financing that begins with retained earnings which is followed by debt financing and finally external equity financing.*" Jika dana internal perusahaan tidak mencukupi, maka perusahaan menggunakan utang daripada penerbitan saham baru. Brealey et al. (2004: 413) mengatakan *pecking order theory* dalam struktur modal, seperti a) *Firms prefer internal finance, since these funds are raised without sending any adverse signals that may lower the stock price;* b) *If external finance is required, firms issue debt first and issue equity only as last resort. This pecking order arises because on issue to interpreted by investors as a bad omen.*

Myers (1984) merangkum empat poin penting manajer memperoleh dana sesuai *pecking order theory*, yaitu: a) *Firms prefer internal finance;* b) *They adapt their target dividend payout ratios to their investment opportunities, although dividends are sticky and target payout ratio are only gradually adjusted to shifts in the extent of valuable investment opportunities;* c) *Sticky dividend policies, plus unpredictable fluctuations in profitability and investment opportunities, mean that internally-generated cash flow may be more or less than investment outlays. If it is less, the firm's first draws down its cash balance or marketable securities portfolio;* d) *If external finance is required, firms issue the safest security first. That is, they start with debt, then possibly hybrid securities such as convertible bonds, then perhaps equity as a last resort.*

Keown et al. (2005: 567) mengatakan bahwa "*The upshot of this pecking order theory is what no precisely defined target leverage ratio really exists. This is because observed leverage ratio (that is, total debt to total assets) merely reflects the cumulative external financing needs of the firm over time.*" *Pecking order theory* tidak mendefinisikan target dari rasio leverage. Hal ini dikarenakan rasio leverage hanya mencerminkan kebutuhan pendanaan eksternal setiap waktu.

2.2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah rencana perusahaan akan kegiatan yang harus diikuti di mana keputusan dividen dibuat. Hal ini seperti yang dikatakan oleh Gitman (2000: 486) "*Dividend Policy is the firm's plan of action to be followed whenever dividend decision is made.*" Gitman (2000: 560) mengatakan bahwa "*The dividend decision can significantly affect the firm's external financing requirements.*" Dapat dikatakan bahwa dividen yang akan dibayarkan besar pula maka semakin besar pembiayaan yang harus diperoleh dari sumber eksternal melalui utang maupun penjualan saham. Pembayaran dividen yang kecil biasanya diikuti dengan investasi yang besar, karena pendapatan yang digunakan untuk membayar dividen digunakan untuk pembayaran investasi. Hal ini sesuai dengan yang dikatakan Brigham dan Besley (2000: 497) yang mengatakan bahwa "*Dividend policy involves the decisions to payout earnings or to retain them for reinvestment in the firm*".

Jones dan Dudley (2000: 509) mengatakan ukuran dari pembayaran dividen menggunakan 2 cara perhitungan, yaitu: a) *Dividend yield* adalah penting dikarenakan *dividend yield* menyediakan suatu ukuran dari komponen

atas total hasil yang diperoleh dari dividen dari harga saham tersebut, b) Pengukuran *dividend payout ratio* untuk mengukur penilaian dividen untuk masa yang akan datang, biasanya digunakan untuk analisis estimasi pertumbuhan dari dividen.

Saragih et al. (2005: 154) mengatakan “Bagi investor, dividen merupakan pengembalian (*return*) yang bisa dibandingkan dengan peluang investasi lainnya; pengembalian ini disebut *dividend yield* yaitu hubungan antara pembayaran dividen dengan harga per lembar saham”. *Dividend yield* merupakan pembayaran dividen yang disesuaikan dengan harga saham pada pasar.

2.3. Financial Leverage

Pembiayaan investasi dengan menggunakan utang dapat dikatakan sebagai *financial leverage*. Keown, et al. (2005: 508) mengatakan bahwa “*Financial leverage is financing a portion of the firm’s assets with securities bearing a fixed or a limited rate of return*”. Saragih, et al. (2005: 135) mengemukakan “Utang memberikan manfaat pada perusahaan karena dengan memberikan *financial leverage* mengakibatkan pengurangan pajak, dimana karena pengurangan pajak dengan adanya pembayaran bunga kepada kreditor memungkinkan perusahaan memperoleh laba per saham (*earnings per share*) lebih tinggi”.

Utang dapat dihitung dengan menggunakan *debt ratio*. Smart et al. (2004: 44) mengatakan “*Debt ratio measure the extent to which a firm uses money from creditors rather than shareholders to finance its operations*”. *Debt ratio* dapat dihitung dengan pembagian dari *total liabilities* dengan *total assets*. Semakin tinggi *debt ratio* maka akan semakin tinggi persentase perusahaan meminjam uang.

2.4. Investasi

Investasi dapat meningkatkan nilai badan usaha, oleh karena itu perusahaan harus melakukan keputusan investasi dengan baik. Hal ini relevan dengan yang dikatakan oleh Pinches (1994: 485) “*Investment is all through many things affect the value of the firm, the most important single factor is the investment the firm make*”. Copeland (1998: 17) mengatakan “*Investment decision is essentially how much consume in the present in order that more be consumed in the future*”. Hal ini didukung Saragih et al. (2005: 12) mengatakan “Investasi dibuat karena investor menginginkan adanya imbal hasil”.

2.5. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu *financial leverage*, investasi, likuiditas, profitabilitas, *M/B ratio*.

a) **Financial leverage.** Husnan (1996: 336) mengatakan bahwa “Perusahaan tidak dapat mempertahankan pembayaran dividen yang tetap, jika menggunakan *leverage* yang tinggi”. Crutchley et al. (1999) mengatakan “*Debt and dividend may be substitutes simply because of the way firm are financed; firms with high debt ratio will have a lower proportion of equity, and therefore may spend a lower proportion of their before interest income*

on dividend payment". Hasil penelitian Wibowo dan Erkaningrum (2004) menemukan bahwa dividen mempunyai pengaruh negatif dengan *financial leverage*.

- b) **Investasi.** Pembayaran dividen yang besar mengakibatkan investasi menjadi rendah, karena laba yang ada banyak dialokasikan pada pembayaran dividen dibandingkan ke *retained earning* yang digunakan untuk investasi (Yuniningsih, 2002). Hal ini didukung oleh Jensen (1986) yang mengatakan bahwa "*It is better for firms to pay more, rather than less, dividend if they do not have profitable growth opportunities*". Hasil penelitian Yuniningsih (2002) yaitu dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi.
- c) **Likuiditas.** Perusahaan untuk membayar dividen memerlukan aliran kas keluar sehingga harus tersedia likuiditas yang cukup. Semakin tinggi likuiditas yang dimiliki perusahaan, semakin mampu perusahaan tersebut membayar dividen. Yuniningsih (2002) menemukan bahwa likuiditas suatu perusahaan mempunyai pengaruh positif dengan dividen.
- d) **Profitability.** Besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibagikan. Semakin besar tingkat laba atau profitabilitas yang diperoleh perusahaan akan mengakibatkan semakin besar dividen yang akan dibagikan dan sebaliknya. Yuniningsih (2002) menemukan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif dengan dividen.
- e) **M/B Ratio.** Menurut Yuniningsih (2002) menyatakan bahwa tingkat resiko tinggi, menyebabkan kesulitan untuk memperoleh dana eksternal. Untuk menghindari biaya transaksi yang tinggi akibat dari dana eksternal, maka perusahaan sebaiknya tidak membayar dividen dalam jumlah besar sehingga dana dapat tercukupi dari dana internal khususnya dari *retained earning*.

2.6. Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Financial Leverage*

Faktor-faktor yang mempengaruhi *financial leverage* yaitu kebijakan dividen, investasi, *M/B Ratio*, struktur aktiva, dan ukuran perusahaan.

- a) **Kebijakan dividen.** Yuniningsih (2002) mengatakan bahwa "*Financial leverage* tinggi disebabkan karena dana baik dari *retained earning* yang digunakan untuk mendanai investasi atau dana untuk kegiatan operasi perusahaan adalah lebih kecil dibandingkan dengan kebutuhan dana yang ada". Perusahaan menggunakan utang untuk melakukan investasi bukan untuk membayar dividen. Hal ini mengindikasikan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap *financial leverage*. Hasil penelitian Wibowo dan Erkaningrum (2004) mengatakan bahwa *financial leverage* mempunyai hubungan negatif terhadap dividen.
- b) **Investasi.** Myers (1984) mengatakan "*Firms prefer to finance investment opportunities with internally generated funds first; than external financial capital will be sought*". Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan akan lebih menyukai menggunakan dana internal daripada dana eksternal. Perusahaan membiayai investasinya dengan dana internal yang didapatkan dari laba ditahan (*retained earning*).
- c) **M/B Ratio.** Perusahaan yang mempunyai risiko tinggi karena harus membayar biaya bunga yang tinggi atas hutang sedangkan di sisi lain

terdapat ketidakpastian dalam pengembalian aset. Untuk menghindari kebangkrutan perusahaan maka sebaiknya penggunaan hutang dikurangi. Penjelasan tersebut didukung oleh Yuniningsih (2002), yang menyatakan bahwa risiko berhubungan negatif dengan hutang.

- d) **Ukuran perusahaan (*size*)**. Perusahaan besar dapat lebih mudah untuk mengakses pasar modal dibandingkan dengan perusahaan kecil. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin mudah pula untuk mendapatkan modal eksternal dalam jumlah yang lebih besar terutama dari hutang. Yuniningsih (2002) menemukan ukuran perusahaan (*size*) berhubungan positif dengan *financial leverage*.

2.7. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Investasi

Faktor-faktor yang mempengaruhi investasi, yaitu kebijakan dividen, *financial leverage*, profitabilitas, ukuran perusahaan (*size*), dan pertumbuhan perusahaan (*growth*).

- a) **Kebijakan dividen**. Jika kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan besar, maka dividen yang dibagikan akan kecil, dan sebaliknya, jika kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan kecil, maka dividen yang dibagikan akan besar. Hal ini didukung oleh Myers (1984) yang mengatakan "*They adapt their target dividend payout ratio to their investment opportunities, although dividend are sticky and target payout ratios are only gradually adjusted to shifts in the extent of valuable investment opportunities*". Hasil penelitian Yuniningsih (2002) mengatakan bahwa investasi mempunyai hubungan negatif terhadap dividen.
- b) **Financial leverage**. Fama dan French (2000) mengatakan "*In a pecking order world, debt typically grows when investment exceeds retained earnings and falls when investment is less than retained earnings*". Perusahaan melakukan investasi dengan menggunakan dana internal terlebih dahulu jika investasi tidak melebihi *retained earnings*, jika melebihi *retained earnings*, perusahaan dapat menggunakan utang sebagai dana tambahan. Myers (1984) merangkum 4 poin penting tentang pecking order theory, salah satunya adalah "*Firms prefer internal finance*".
- c) **Profitabilitas**. Profitabilitas merupakan pendapatan untuk membiayai investasi yang ditujukan untuk menghasilkan keuntungan. Semakin besar pendapatan yang diperoleh, semakin besar pula peluang investasi yang bisa dijalankan. Yuniningsih (2002) menyatakan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif dengan investasi.
- d) **Ukuran perusahaan (*size*)**. Semakin besar ukuran perusahaan semakin mudah memperoleh dana dari luar. Dengan tersedianya dana yang ada, maka memberi kemudahan perusahaan untuk melaksanakan peluang investasi yang ada. Dari penjelasan tersebut, menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara ukuran perusahaan dengan investasi.
- e) **Pertumbuhan perusahaan (*growth*)**. Pertumbuhan perusahaan menggambarkan tolak ukur keberhasilan perusahaan. Menurut Yuniningsih (2002) bahwa keberhasilan tersebut juga menjadi tolak ukur investasi untuk pertumbuhan pada masa yang akan datang. Dari penjelasan tersebut, menunjukkan pengaruh yang positif dengan investasi.

Berdasarkan telaah literatur dan pengembangan hipotesis maka dirumuskan 6 hipotesis sebagai berikut:

- H_{1a}: Diduga *financial leverage* terhadap kebijakan dividen berpengaruh negatif.
- H_{1b}: Diduga investasi terhadap kebijakan dividen berpengaruh negatif.
- H_{2a}: Diduga kebijakan dividen terhadap *financial leverage* berpengaruh negatif.
- H_{2b}: Diduga investasi terhadap *financial leverage* berpengaruh negatif.
- H_{3a}: Diduga kebijakan dividen terhadap investasi berpengaruh negatif.
- H_{3b}: Diduga *financial leverage* terhadap investasi berpengaruh negatif.

3. Metode Penelitian

3.1. Sampel dan Data

Target populasi adalah semua perusahaan industri makanan dan minuman yang *go public* serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia. karakteristik dari perusahaan industri makanan dan minuman tersebut yaitu:

- a) Perusahaan industri makanan dan minuman tersebut memiliki data Selama 6 tahun (tahun 2002-2007).
- b) Perusahaan tersebut bukan merupakan perusahaan yang tidak *delisting* sebelum tahun 2007 dan belum pernah terjadi *corporate action* selama periode 2002-2007.

Perusahaan yang memenuhi karakteristik di atas sebanyak 5 perusahaan. Data-data yang digunakan dalam penelitian ini tercatat lengkap pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan Pusat Database Keuangan dan Pasar Modal, Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Surabaya.

3.2. Uji Kualitas Data

Data-data tersebut akan diuji kualitasnya dengan beberapa, yaitu: a) uji normalitas; Uji normalitas dilakukan dengan metode *One Sample Kolmogorov Smirnov Test*, yang digunakan untuk mengetahui apakah data distribusi normal atau mendekati normal atau bisa dianggap normal. Teori limit pusat menyatakan bahwa distribusi dari rata-rata sample hasil observasi akan mendekati normal jika jumlah individu sample makin besar tanpa memperhatikan bentuk distribusi dari data hasil observasinya sendiri (Sugiarto, 1992 dalam Sudarmanto, 2005: 105); b) uji *multicollinearity*; Multikoleneartas adalah keadaan di mana variabel-variabel *independent* dalam persamaan regresi mempunyai korelasi (hubungan) yang erat satu sama yang lain (Prastisto, 2004: 156).

Deteksi adanya gangguan terhadap multikoleneartas adalah VIF (*Variances Inflation Factor*); c) uji heterocedasticity; Heteroskedastisitas terjadi karena perubahan situasi yang tidak tergambarkan dalam spesifikasi model regresi. Salah satu cara untuk memperoleh hasil asumsi heteroskedastisitas melihat grafik residual dengan 2 variabel yaitu *Standardized Predicted Value* dan *Standardized Residual*; d) uji autokorelasi; *Autocorrelation* didefinisikan sebagai korelasi antara data penelitian yang diurutkan berdasarkan rangkaian waktu (*time series data*) atau data yang diambil pada waktu tertentu (*cross sectional data*). Hal ini dapat diketahui dengan uji Durbin-Watson.

3.3. Metode Pengolahan Data

Data-data yang sudah diuji kualitasnya kemudian dilakukan pengolahan data dengan menggunakan metode regresi linear berganda (*multiple linear regression*) dan koefisien determinasi dengan menggunakan metode *three stage least square* (3 SLS). Uji hipotesis penelitian menggunakan uji-t dan uji-F Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$DIY = \alpha_1 + \beta_{11}FL + \beta_{12}INV + \beta_{13}LIQ + \beta_{14}PRO + \beta_{15}MBRATIO + \varepsilon_1$$

Keterangan persamaan:

DIY = Dividen Yield	β_{13} = koefisien regresi <i>liquidity</i>
α_1 = konstanta	β_{14} = koefisien regresi <i>profitability</i>
β_{11} = koefisien regresi <i>financial leverage</i>	β_{15} = koefisien regresi <i>M/B ratio</i>
β_{12} = koefisien regresi investasi	ε_1 = standar error

$$FL = \alpha_2 + \beta_{21}DIY + \beta_{22}INV + \beta_{23}MBRATIO + \beta_{24}SIZE + \varepsilon_2$$

Keterangan persamaan:

FL = Financial Leverage	β_{23} = koefisien regresi <i>M/B ratio</i>
α_2 = konstanta	β_{24} = koefisien regresi <i>Size</i>
β_{21} = koefisien regresi <i>dividend yield</i>	ε_2 = standar error
β_{22} = koefisien regresi investasi	

$$INV = \alpha_3 + \beta_{31}DIY + \beta_{32}FL + \beta_{33}PRO + \beta_{34}SIZE + \beta_{35}GROWTH + \varepsilon_3$$

Keterangan persamaan:

INV = Investasi	β_{33} = koefisien regresi <i>profitability</i>
α_3 = konstanta	β_{34} = koefisien regresi <i>size</i>
β_{31} = koefisien regresi <i>dividend yield</i>	β_{35} = koefisien regresi <i>growth</i>
β_{32} = koefisien regresi <i>financial leverage</i>	ε_3 = standar error

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Hasil Pengujian Kualitas Data

- Normalitas; Hasil uji normalitas tersebut menunjukkan nilai Kolmogorov-Smirnov *dividend yield* sebesar 1,662, *financial leverage* sebesar 0,689, investasi sebesar 1,522, *growth* sebesar 0,978, *liquidity* sebesar 0,901, *profitability* sebesar 1,696, *M/B ratio* sebesar 1,273, dan ukuran perusahaan (*size*) sebesar 0,884. Terdapat beberapa variabel seperti *dividend yield*, investasi dan *profitability* tidak berdistribusi normal. Tetapi dengan jumlah data yang cukup banyak yaitu 30 data sehingga dengan sendirinya data akan normal. Gujarati (1995: 782) mengklasifikasikan variabel dengan $n > 25$ merupakan sampel yang besar. "....., based on $n=25$ is biased since its sampling distributed is not only tends to be more closely centered on (i.e..., becomes less biased) but its variance also become smaller". Sehingga dapat dikatakan bahwa variabel-variabel yang ada telah berdistribusi normal secara *asymptotic*.
- Multikolinearitas; Hasil pengolahan variabel dependen *dividend yield* menghasilkan nilai VIF untuk variabel independen *financial leverage* sebesar 1,275, investasi sebesar 1,167, *liquidity* sebesar 1,455, *profitability* sebesar 1,158, dan *M/B ratio* sebesar 1,418. Variabel dependen *financial leverage* menghasilkan nilai VIF untuk variabel independen *dividend yield*

sebesar 1,086, investasi sebesar 1,021, *M/B ratio* sebesar 1,022, dan ukuran perusahaan (*size*) sebesar 1,068. Dan yang terakhir, variabel dependen investasi menghasilkan nilai VIF untuk variabel independen *dividend yield* sebesar 1,225, *financial leverage* sebesar 1,274, *profitability* sebesar 1,097, ukuran perusahaan (*size*) sebesar 1,160, dan *growth* sebesar 1,153. sehingga kesimpulan yang dapat diambil adalah pada penelitian kali ini tidak terjadi multikolinearitas karena nilai VIF yang dihasilkan < 5 .

- c) Heterocedasticity; Heteroskedastisitas pada penelitian ini dideteksi dengan menggunakan metode grafik. Data dikatakan tidak mengalami heteroskedastisitas jika *scatterplot* tidak menunjukkan pola sistematis tertentu. Pada penelitian ini, *scatterplot* variabel dependen *dividend yield*, *financial leverage* dan investasi tidak membentuk pola tertentu sehingga tidak mengalami gangguan heterokedastisitas.
- d) Autokorelasi; Berdasarkan hasil pengolahan data tersebut ditemukan nilai Durbin Watson untuk persamaan pertama dimana *dividend yield* (DIY) sebagai variabel dependen adalah sebesar 1,00426. Persamaan kedua dengan variabel dependen *financial leverage* (FL) menunjukkan nilai Durbin Watson sebesar 0,538391. Untuk persamaan ketiga investasi (INV) sebagai variabel dependen menunjukkan nilai Durbin Watson sebesar 1,594196.

4.2. Analisis Data

Hasil perhitungan regresi berganda yang diperoleh merupakan hasil perhitungan dengan bantuan program computer E-views 3.0. angka-angka yang diperoleh dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4. Ringkasan Hasil Regresi Linier Berganda

Variabel	Beta	Deviasi Standar	Nilai-t	
Konstanta (<i>Dividend Yield</i>)	-0,242197	1,681822	-0,144009	
<i>Financial Leverage</i>	7,638681	3,617394	2,111653	**
Investasi	-3,98219	2,28738	-1,74094	*
<i>Liquidity</i>	-0,70777	0,23965	-2,953351	***
<i>Profitability</i>	2,865667	2,709687	1,057564	
<i>M/B Ratio</i>	0,000104	4,73E-05	2,199214	**
Koefisien determinansi (R^2)	0,268433			
Konstanta (<i>Financial Leverage</i>)	-0,716295	0,58999	-1,21408	
<i>Dividend yield</i>	0,023484	0,007299	3,217328	***
Investasi	0,31571	0,101579	3,108021	***
<i>M/B Ratio</i>	-9,89E-07	1,90E-06	-0,520948	
<i>Size</i>	0,181078	0,101186	1,789567	*
Koefisien determinansi (R^2)	0,168911			
Konstanta (Investasi)	-0,023779	0,797053	-0,029833	
<i>Dividend yield</i>	-0,007527	0,010365	-0,726245	
<i>Financial Leverage</i>	0,549341	0,227154	2,418364	**
<i>Profitability</i>	-0,075785	0,166568	-0,454976	
<i>Size</i>	-0,026154	0,140021	-0,186789	
<i>Growth</i>	0,463301	0,118790	3,900166	***
Koefisien determinansi (R^2)	0,454303			

Sumber: Data Sekunder yang Diolah, 2009

Keterangan: *** signifikan pada $\alpha=1\%$; ** signifikan pada $\alpha=5\%$; * signifikan pada $\alpha=10\%$

Dari perhitungan regresi linear berganda di atas, maka dihasilkan persamaan matematis sebagai berikut:

1. Persamaan Regresi Linear Berganda 1

$$DIY = -0,242197 + 1,681822 FL - 3,982190 INV - 0,707770 LIQ + 2,865667 PRO + 0,000104 MBRATIO$$

2. Persamaan Regresi Linear Berganda 2

$$FL = -0,716295 + 0,023484 DIY + 0,315710 INV - 9,89E-07 MBRATIO + 0,181078 SIZE$$

3. Persamaan Regresi Linear Berganda 3

$$INV = -0,023779 - 0,007527 DIY + 0,549341 FL - 0,075785 PRO - 0,026154 SIZE + 0,463301 GROWTH$$

Koefisien determinansi (R^2) persamaan regresi pertama sebesar 0,268433. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *financial leverage* dan investasi mampu menjelaskan perubahan *dividend yield* sebesar 26,84%, sedangkan sebesar 73,16% dijelaskan variabel lain selain *financial leverage*, investasi, *liquidity*, *profitability* dan *M/B ratio*.

Pada persamaan regresi kedua, koefisien determinansi (R^2) sebesar 0,168911. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *dividen yield* dan investasi mampu menjelaskan perubahan *financial leverage* sebesar 16,89%, sedangkan 83,11% dijelaskan variabel lain selain *dividend yield*, investasi, *M/B ratio*, dan *size*. Koefisien determinansi (R^2) persamaan regresi ketiga sebesar 0,454303. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *dividend yield* dan *financial leverage* mampu menjelaskan perubahan investasi sebesar 45,43%, sedangkan sebesar 54,57% dijelaskan variabel lain selain *dividend yield*, *financial leverage*, *profitability*, *size* dan *growth*.

Pada pengujian hipotesis, uji t dari variabel-variabel persamaan pertama yaitu variabel *financial leverage* dengan nilai t-hitung sebesar 2,111653 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0381. Pada variabel *liquidity* dengan nilai t-hitung sebesar -2,953351 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0042. Pada variabel *profitability* dengan nilai t-hitung sebesar 1,057564 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,2937. Sedangkan pada variabel *M/B ratio* dengan nilai t-hitung sebesar 2,199214 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0310.

Pada pengujian hipotesis, uji t dari variabel-variabel persamaan kedua yaitu variabel *dividend yield* dengan nilai t-hitung sebesar 3,217328 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0019. Pada variabel *M/B ratio* dengan nilai t-hitung sebesar -0,520948 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,6040. Pada variabel *size* dengan nilai t-hitung sebesar 1,789567 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0777.

Pada pengujian hipotesis, uji t dari variabel-variabel persamaan kedua yaitu variabel *dividend yield* dengan nilai t-hitung sebesar -0,726245 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,4700. Pada variabel *profitability* mempunyai nilai t-hitung sebesar -0,454976 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,6505. Pada variabel *size* mempunyai nilai t-hitung sebesar -0,186789 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,8523. Pada variabel *growth* mempunyai nilai t-hitung sebesar 3,900166 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0002.

Dalam penelitian ini variabel investasi mempunyai pengaruh negatif terhadap *dividend yield*, sedangkan variabel *dividend yield* tidak mempunyai

pengaruh negatif terhadap dividen. Hal ini tidak sesuai dengan yang dikatakan oleh Myers (1984) pada poin yang kedua, yang mengatakan bahwa "*They adapt their target dividend payout ratios to their investment opportunities, although dividends are sticky and target payout ratio are only gradually adjusted to shifts in the extent of valuable investment opportunities.*"

Keown, et al (2005: 567) mengatakan bahwa "*The upshot of this pecking order theory is what no precisely defined target leverage ratio really exists. This is because observed leverage ratio (that is, total debt to total assets) merely reflect the cumulative external financing needs of the firm over time.*" *Pecking order theory* tidak mendefinisikan target dari rasio leverage. Hal ini dikarenakan rasio leverage hanya mencerminkan kebutuhan pendanaan eksternal setiap waktu. Dengan demikian, pada perusahaan dalam industri makanan dan minuman periode 2002-2007 tidak berlaku *pecking order theory*.

4.3. Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengolahan data penelitian dengan menggunakan metode three stage least square (3 SLS) untuk melihat pengaruh antara kebijakan dividen (*dividend yield*), *financial leverage*, dan investasi menunjukkan adanya pengaruh diantara kebijakan dividen terhadap *financial leverage*, investasi terhadap kebijakan dividen, *financial leverage* terhadap kebijakan dividen, *financial leverage* terhadap investasi, investasi terhadap *financial leverage*. Sedangkan untuk kebijakan dividen terhadap investasi menunjukkan tidak ada pengaruh yang negatif. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, perusahaan dalam industri makanan dan minuman periode 2002-2007 tidak mengikuti *pecking order theory*. Hal ini ditunjukkan melalui hasil penelitian yang di mana kebijakan dividen terhadap investasi tidak berpengaruh negatif dan sebaliknya investasi terhadap kebijakan dividen berpengaruh negatif.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan dan berdasarkan konklusi, maka dapat dibuat rekomendasi sebagai berikut: Bagi para manajer keuangan perusahaan-perusahaan dalam industri makanan dan minuman disarankan agar lebih memperhatikan memberikan informasi secara transparan kepada para pemegang saham tentang kebijakan dividen, *financial leverage*, dan investasi, sehingga para pemegang saham mengerti kondisi keuangan perusahaan dalam Industri makanan dan minuman. Bagi para investor, sebaiknya memperhatikan informasi tentang kebijakan dividen, *financial leverage*, dan investasi sehingga para investor dapat mengerti kondisi keuangan perusahaan dalam industri makanan dan minuman. Dengan demikian, para investor dapat terhindar dari resiko kerugian. Bagi pihak *debtholder*, sebelum memberikan pinjaman dana kepada perusahaan sebaiknya mempertimbangkan faktor ukuran perusahaan dan banyaknya aset tetap yang dimiliki perusahaan, di mana dapat digunakan sebagai jaminan dalam melakukan pinjaman. Bagi penelitian selanjutnya, disarankan agar memasukkan variabel kontrol yang lain seperti *variability of earnings*, risiko, struktur aset, serta mempertimbangkan pengaruh *agency problem* pada perusahaan. Selain itu dapat dilakukan penelitian pada industri yang berbeda sehingga dapat lebih bermanfaat bagi perusahaan-perusahaan yang bergerak di dalam industri lain.

Daftar Pustaka

- Brealey, R.A., S.C. Myers, dan A.J. Marcus, 2004, *Fundamentals of Corporate Finance*, Fourth Edition, Mc-Graw Hill.
- Brigham, E.F., dan S. Besley, 2000, *Essentials of Managerial Finance*, Twelfth Edition, USA: South Western Thomson Learning.
- Copeland, T.E., 1998, *Financial Theory and Corporate Policy*, Third Edition, Addison Wesley Publishing Company.
- Crutchley, C.E., R.H. Marlyn, J.S. Jensen, Jahera dan E.J. Raymond, 1999, Agency Problem and The Simultanety of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership, *International Review of Financial Analysis* 8, 177-192.
- Fama, E.F., dan K.R. French, 2000, Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividen and Debt, *Working Paper*, University of Chicago.
- Gitman, L.J., 2000, *Principles of Managerial Finance*, Tenth Edition, Harper Collins College Publishers.
- Gujarati, D.N., 1995, *Basic Econometrics*, Third Edition, Mc-Graw Hill International.
- Husnan, 1996, *Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Manajemen Keuangan, Edisi Keempat, Yogyakarta: BPFE.
- Jensen, M.C., 1986, Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economics Review*, 323-329.
- Jones, R.G., dan D. Dudley, 2000, *Essentials of Finance and Practice*, Second Edition, Prentice Hall.
- Keown, A.J., J.D. Martin, J.W. Petty, dan D.F. Scott, 2005, *Financial Management Principles and Applications*, Tenth Edition, Pearson Prentice Hall.
- Myers, S.C., 1984, The Capital Structure Puzzle, *Journal of Financial Economics* 1393, 575-592.
- Pinches, G.E., 1994, *Financial Management*, Harper Collins College Publishers
- Prastisto, A., 2004, *Cara Mudah Mengatasi Masalah Statistik dan Rancangan Percobaan Dengan SPSS 12*, PT Elex Media Komputindo.
- Saragih, F.D., A.H. Manurung, dan J.Manurung, 2005, *Dasar-dasar Keuangan Bisnis, Teori dan Aplikasi*, First Edition, PT Elex Media Komputindo dan LPJK.
- Smart, S.B., Megginson, L. William, dan L.J. Gitman, 2004, *Corporate Finance*, Thomson South Western.
- Sudarmanto, G.R., 2006, *Analisis Regresi Linier Menggunakan SPSS 12*, Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Wibowo, J.A., dan I.F. Erkaningrum, 2004, Studi Keterkaitan antara Deviden Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order, *Proceedings, Simposium Nasional Keuangan In Memoriam Prof. Dr. Bambang Riyanto*, 57-74.
- Yuniningsih, 2002, *Interdependensi Antara Kebijakan Devidend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed Di Bursa Efek Jakarta*, <http://www.ssrn.com>.