

RISIKO, PROFITABILITAS, PERTUMBUHAN ASET, DAN ASET TETAP TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEBIJAKAN UTANG

Michael

Finance Officer, PT. Citraagung Tirta Jatim, email: m1ky_1988@yahoo.com

Liliana Inggrit Wijaya

Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya, email: liliana@ubaya.ac.id

Abstract

The aim of this study is to analyze the factors that influence financing policy. Financing policy as the independent variable consist of dividend and debt policies. The factors that influence the dividend policy are business risk, profitability, and growth. Debt policy influence by dividend, business risk, profitability, and fixed asset. To estimate relation between these factors, this study used Seemingly Unrelated Regression (SUR) because the debt and dividend model have same error term. Research object are companies in manufacture industry that listing in Indonesian stock Exchange that paid dividend in minimum 4 periods in research periods. The result of the analysis indicates that profitability have a significant influence toward dividend policy. Result for debt policy are business risk, profitability, and fixed asset have a significant influence toward debt policy. The result also shows that profit has positive significant effect to dividend, which indicates the ability of the firm to pay higher dividend while their profit increased. Risk and profit also show positive effect to debt. Firms with higher profit will have higher debt, however their risk also increased in significant positive relationship.

Keywords: dividen, utang, risiko bisnis, profitabilitas, pertumbuhan, aset tetap

Abstrak

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pembiayaan. Kebijakan pembiayaan sebagai variabel independen terdiri dari dividen dan kebijakan hutang. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah risiko bisnis, profitabilitas, dan pertumbuhan. Hutang dipengaruhi oleh kebijakan dividen, risiko bisnis, profitabilitas, dan aset tetap. Untuk memperkirakan hubungan antara faktor-faktor tersebut, penelitian ini menggunakan Seemingly Unrelated Regression (SUR) karena hutang dan model dividen memiliki jangka waktu kesalahan yang sama. Objek penelitian adalah perusahaan di industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang membayar dividen minimal 4 periode dalam periode penelitian. Hasil analisis menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil untuk kebijakan hutang adalah risiko bisnis, profitabilitas, dan aktiva tetap memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Pengaruh profit terhadap dividen positif signifikan yang menunjukkan bahwa perusahaan akan membayar dividen yang lebih besar, jika profit mereka meningkat. Sedangkan risiko dan profit memiliki pengaruh positif terhadap debt, sehingga peningkatan profit akan mendorong peningkatan hutang dan juga meningkatkan risiko bisnis mereka.

Kata kunci: dividen, utang, risiko bisnis, profitabilitas, pertumbuhan, aset tetap

JEL Classification: G32, G35

1. Latar Belakang

Dengan semakin berkembangnya dunia usaha dan semakin rumitnya situasi yang dihadapi oleh perusahaan modern masa kini, maka semakin luas pula ruang lingkup dan peran seorang manajer keuangan. Di dalam menetapkan kebijakan dividen, seorang manajer keuangan menganalisis sampai seberapa jauh pembiayaan internal perusahaan yang dapat

dipertanggungjawabkan. Hal ini mengingat bahwa hasil operasi yang ditanamkan kembali dalam perusahaan sesungguhnya adalah dana pemilik perusahaan yang tidak dibagikan sebagai dividen. Oleh sebab itu, atas dasar pertimbangan antara risiko dan hasil perlu diputuskan lebih baik hasil operasi tersebut dibagikan saja sebagai dividen ataukah ditanamkan kembali dalam bentuk laba ditahan. Laba ditahan merupakan sumber dana permanen yang perlu dipertimbangkan pemanfaatannya di dalam perluasan dan pengembangan usaha perusahaan. Hasil atas pembiayaan internal perusahaan sekurang-kurangnya harus sama dengan hasil yang diharapkan oleh para pemilik modal atas hasil operasi yang tidak dibagikan sebagai dividen. Hal ini logis karena jika dividen dibagikan, maka pemilik modal paling tidak dapat menginvestasikan hasil pembagian dividen tersebut dalam investasi tidak berisiko seperti deposito.

Penelitian-penelitian kebijakan dividen, misalnya oleh Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) dan Crutchley *et al.* (1989), menyebutkan bahwa kebijakan dividen badan usaha dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain variabel risiko yang mempunyai hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan tingginya risiko bisnis yang dihadapi oleh badan usaha akan diantisipasi dengan kebijakan pembayaran dividen yang rendah. Dividen yang rendah dapat digunakan untuk menghindari pemotongan dividen di masa mendatang sehingga pengalokasian sebagian keuntungan pada laba ditahan dapat digunakan untuk investasi lebih lanjut. Jadi badan usaha dengan risikobisnis yang tinggi akan memberikan dividen yang rendah kepada pemegang saham. (Jensen, Solberg, dan Zorn, 1992). Sebaliknya Crutchley *et al.* (1989), yang mengungkapkan bahwa peningkatan *earning volatility* akan menaikkan biaya kebangkrutan (*debt agency cost*) sehingga penurunan utang menjadi solusi untuk mengontrol *equity agency cost*. Bila manajer memilih kebijakan untuk mencapai *trade off* antara benefit dengan *cost* sebagai akibat peningkatan *earning volatility*, maka para manajer tidak hanya mengurangi utang namun juga akan meningkatkan kepemilikannya dan dividen. Dengan demikian Crutchley *et al.* (1989) berargumentasi bahwa *business risk* berhubungan positif dengan kebijakan dividen

Brittain (1966) berargumentasi bahwa profitabilitas dapat mempengaruhi pembayaran dividen yang lebih rendah. Argumentasi ini mengungkapkan bahwa badan usaha yang menguntungkan (*profitable*) dengan peluang investasi yang baik mungkin didorong untuk memilih menggunakan laba bersih yang diperoleh sebagai investasi dengan tujuan untuk mempertahankan profitabilitas badan usaha. Hal ini juga menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara dividen dengan profitabilitas. Namun sebaliknya pendapat Wirjolukito *et al.* (2003) dalam Suherli (2005), Rozeff (1982), Myers dan Majluf (1984) dan Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) mengungkapkan bahwa pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan badan usaha membukukan *profit*.

Smith dan Watts (1992) dan Gaver dan Gaver (1993) menemukan bahwa badan usaha bertumbuh memiliki kebijakan dividen yang lebih rendah dibandingkan badan usaha tidak bertumbuh. Barclay *et al.* (1989) dalam Taswan (2003) menyebutkan bahwa badan usaha dengan pertumbuhan yang tinggi dengan mempunyai kesempatan yang besar memungkinkan untuk membayar dividen yang rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang *profitable* dalam mendanai investasi internalnya sehingga badan usaha tidak terdoda untuk membayar dividen yang lebih besar. Untuk badan usaha dengan pertumbuhan rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasidengan mengorbankan sebagian besar labanya dalam bentuk dividen maupun bunga. Jadi pertumbuhan badan usaha memiliki pengaruh negatif dengan kebijakan dividen badan usaha

Kebijakan utang badan usaha oleh kebanyakan investor sering dilihat sebagai hal yang ambigu, karena di satu sisi utang dapat menunjukkan badan usaha memiliki akses yang baik untuk mendapatkan modal, namun di sisi lain dapat mengindikasikan badan usaha memiliki ketergantungan modal berupa utang. Padahal banyak hal-hal yang harus diperhatikan oleh para investor mengenai faktor – faktor yang menyebabkan kenaikan atau penurunan utang (Megginson, 1977: 362). Pernyataan ini didukung oleh Emery dan Finnerty (1997: 568) bahwa

badan usaha dengan tingkat dividen tinggi akan membutuhkan tambahan dana dari kreditur untuk membiayai investasinya (Mahadwartha dan Jogiyanto, 2002). Jadi kebijakan dividen memiliki pengaruh yang positif terhadap dan kebijakan utang. Namun sebaliknya Jensen *et al.* (1992) dan Dharmasuti *et al.* (2003) menyatakan pembayaran dividen berpengaruh negatif dengan kebijakan utang. Hal ini dikarenakan kebijakan dividen muncul sebagai pengganti utang dalam struktur modal untuk mengawasi manajer. Dalam hal ini badan usaha dengan *dividend payout ratio* tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi biaya keagenan utang. Pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban terhadap pembayaran bunga dan cicilan utang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut membuat manajer semakin hati-hati dan efisien dalam menggunakan utang. Hasil studi Moh'd *et al.* (1998), Jensen *et al.* (1992) menemukan bahwa *dividend payout ratio* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*.

Kebijakan utang badan usaha juga dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti yang diungkapkan oleh Myers dan Majluf (1984) dan Raviv (1988) bahwa kebijakan utang suatu badan usaha dipengaruhi beberapa faktor seperti risiko bisnis. Yang dimaksud dengan kebijakan utang dipengaruhi oleh risiko bisnis adalah badan usaha dengan risiko bisnis yang tinggi memiliki tingkat gagal bayar yang tinggi pula, membuat para kreditor enggan untuk memberikan utang pada badan usaha tersebut, sehingga hal tersebut akan membuat kebijakan utang menjadi rendah. Risiko bisnis berkorelasi negatif dengan kebijakan Utang. Moh'd *et al.* (1998) mengungkapkan bahwa ketika risiko bisnis tinggi sehingga terjadi volatilitas pendapatan maka manajer menginginkan adanya tambahan dana melalui utang agar dapat berinvestasi untuk memperoleh *return* yang dapat menstabilkan kembali volatilitas pendapatan yang ada.

Husnan (1996: 325) menyatakan bahwa badan usaha dengan tingkat profitabilitas tinggi juga berarti bahwa badan usaha tersebut memiliki arus kas yang baik dan badan usaha tidak memerlukan utang untuk memperlancar arus kas badan usaha, sehingga kebijakan utang pada badan usaha yang profitabilitasnya tinggi adalah rendah. Profitabilitas berkorelasi positif dengan kebijakan utang.

Friend dan Lang (1988) juga menyatakan bahwa badan usaha dengan level aset tetap yang tinggi memiliki akses modal eksternal yang baik, hal ini disebabkan oleh preferensi para pemberi modal yang melihat apabila badan usaha dalam keadaan kritis dan tidak dapat melakukan penjualan produk atau jasa, masih memiliki aset tetap yang dapat dijual untuk mengganti modal yang dipinjam oleh badan usaha atau pemberi modal merasa badan usaha memiliki jaminan berupa aset yang dimiliki. Level aset tetap berkorelasi positif dengan kebijakan utang. Penelitian Sunarto dan Kartika (2003) mengungkapkan bahwa kreditur lebih percaya terhadap pembayaran dividen yang stabil daripada level aset tetap. Karena pembayaran dividen yang stabil menunjukkan perusahaan memiliki kemampuan untuk membayar pinjaman.

Banyaknya pertentangan diantara faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen membuat topik ini menarik untuk diteliti. Oleh karena itu dilakukan penelitian mengenai faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dan utang, yang bermanfaat untuk membantu investor dan manajemen badan usaha dalam menentukan kebijakan dividen dan kebijakan utang.

Obyek Penelitian meliputi semua badan usaha yang terdaftar di BEI selama 2001 – 2006. Ruang lingkup meliputi badan usaha yang tergabung dalam industri manufaktur karena merupakan sektor yang memiliki PDB yang paling tinggi pada periode 2001 – 2006. Badan usaha juga harus sudah menerapkan kebijakan dividen selama minimal 4 tahun, dimana ruang lingkup bahasan ini dilakukan supaya data kebijakan dividen yang digunakan untuk penelitian bebas dari unsur heteroskedastisitas. Pembatasan ini untuk menghindari data kebijakan dividen yang bernilai 0, yang disebabkan karena badan usaha tidak membagikan dividen.

Pembatasan mengenai kestabilan pembayaran dividen juga dilakukan dengan tujuan supaya badan usaha yang menjadi obyek dalam penelitian adalah badan usaha yang memiliki kebijakan keuangan yang baik, sebab berdasarkan argumentasi Gordon dan Lintner (1989) yang

mengungkapkan bahwa badan usaha yang memiliki kestabilan pembayaran dividen mencerminkan badan usaha tersebut memiliki nilai badan usaha yang bagus.

2. Telaah Pustaka

2.1. Determinan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dikaitkan dengan penentuan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan. Rasio keuangan yang dapat digunakan untuk menilai besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham adalah rasio pembayaran dividen (DPR), yaitu rasio yang menunjukkan perbandingan antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham.

2.2. Determinan Utang

Utang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dana. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan utang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari utang berupa bunga, berakibat semakin meningkatnya *leverage* keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Tingkat penggunaan utang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh rasio utang terhadap total aset, yaitu rasio jumlah utang terhadap total aset.

2.3. Risiko Bisnis

Gitman (2002: 525) mendefinisikan "*bussiness risk as the risk to the firm of being unable to cover its operating costs.*" Risiko bisnis adalah risiko ketidakmampuan badan usaha untuk menutupi biaya-biaya operasionalnya. Helfert (2000: 438) mendefinisikan "*bussiness risk is the risk inherent in the expected cash flows from investments and operations, apart from the risk inherent in the firm of financing used.*" Risiko bisnis adalah risiko yang berkaitan dengan harapan arus kas dari investasi dan operasi, terpisah dari risiko yang berkaitan dengan penggunaan keuangan. Jensen, *et al.* (1992) mendefinisikan "*bussiness risk is the standard deviation from operating income divided by total asset.*" Risiko bisnis adalah risiko yang berkaitan dengan penyimpangan antara laba operasi dibagi dengan total aset. Risiko bisnis bervariasi antar badan usaha terlepas dari lini bisnisnya, dapat berubah dari waktu ke waktu, dan tidak dipengaruhi oleh keputusan struktur modal. Sebaliknya tingkat risiko bisnis harus menjadi perhatian badan usaha dalam membentuk struktur modalnya (Gitman, 2002: 526). Konsep yang digunakan dalam penelitian ini yaitu konsep yang disampaikan oleh Jensen, *et al.* (1992) yaitu mengukur risiko badan usaha dengan standar deviasi dari *operating income* dibagi *total asset*.

2.3.1. Profitabilitas

Gitman (2002: 599) mendefinisikan "*profitability is the relationship between revenues and costs generated by using the firm's assets-both current and fixed-in productive activities.*" Profitabilitas adalah hubungan antara pendapatan dan biaya yang dihasilkan dari penggunaan aset total badan usaha dalam aktivitas produksi. Helfert (2000: 98) mendefinisikan "*profitability is the effectiveness with which management has employed both the total assets and the net assets as recorded on the balance sheet.*" Profitabilitas adalah keefektifan manajemen dalam mengelola aset total dan aset bersih sebagaimana yang tercatat dalam neraca. Brigham dan Enhardt (2002: 620) mendefinisikan "*profitability is the net result of a number of policies and decisions.*" Profitabilitas adalah hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusan. Ada banyak ukuran profitabilitas yang dapat digunakan untuk mengevaluasi laba badan usaha pada level penjualan tertentu, level aset tertentu, atau investasi pemilik. Beberapa alat ukur tersebut yaitu, margin laba kotor, margin laba operasi, pendapatan per saham, ROA (*Return on Total Assets*). Konsep yang digunakan dalam penelitian ini yaitu konsep yang disampaikan oleh Gitman (2002: 59).

2.3.2. Pertumbuhan

Steve (1997) berargumentasi bahwa rasio pertumbuhan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan posisi usahanya dalam perkembangan ekonomi dan industri di dalam perekonomian dimana perusahaan tersebut beroperasi. Tingkat pertumbuhan dapat dicari dengan membagi angka pada tahun ke n terhadap angka pada tahun ke n-1 dikurangi 1 dan dibuat dalam bentuk persentase. Dalam mengukur tingkat pertumbuhan suatu perusahaan dapat dilihat misalnya dari tingkat pertumbuhan penjualan, laba bersih sesudah pajak, pendapatan per lembar saham, dan sebagainya. Menurut Weston dan Copeland (1996), perusahaan yang memiliki aktiva tetap jangka panjang, terutama jika permintaan akan produk cukup meyakinkan, maka akan banyak menggunakan utang jangka panjang. Berdasarkan penelitian Allen (1993) dan Suhartono (2004), tingkat pertumbuhan suatu perusahaan dapat diukur dengan menggunakan tingkat perubahan dari total aset selama periode penelitian.

2.3.3. Aset Tetap

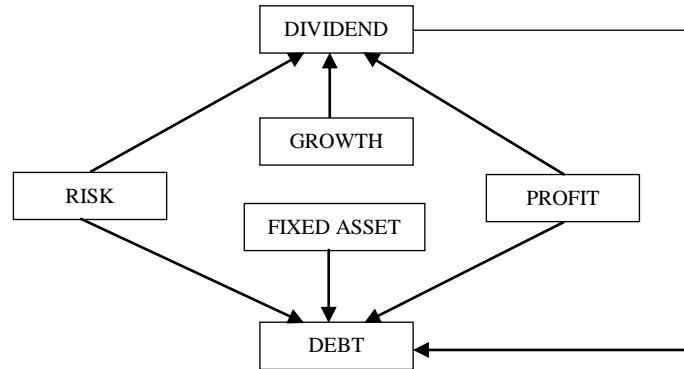
Helfert (2000: 444) mendefinisikan "*fixed assets is any tangible asset on the balance sheet considered to have life or usefulness for a bussiness in excess of one year.*" Aset tetap adalah semua aset berwujud yang memiliki masa manfaat atau kegunaan bisnis lebih dari satu tahun. Salomon dan Pringle (1980: 741) mendefinisikan "*fixed assets is assets that do not vary with shortrun changes in level of a firm's operations.*" Aset tetap adalah aset yang tidak berubah dalam tingkat operasi badan usaha jangka pendek. Dixon (1989: 360) mendefinsikan "*fixed assets is assets upon whinch the long term operation of a company are based.*"

Aset tetap adalah aset yang digunakan untuk kegiatan operasi jangka panjang. Alle dan Myddelton (1992: 217) mendefinsikan "*fixed assets is resources, either tangible or intangible, held to use in producinggoods or services, not for sale in the normal course of business.*" Aset tetap adalah sumber daya, berwujud atau tidak berwujud, yang digunakan untuk menghasilkan barang dan jasa, tidak diperjualbelikan dalam kegiatan bisnis normal. Konsep aset tetap yang digunakan dalam penelitian ini yaitu konsep gabungan yang disampaikan oleh Helfert (2000: 444) dan Salomon dan Pringle (1980: 741). Berdasarkan telaah pustaka maka hipotesis penelitian adalah:

- H₁: Diduga risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
- H₂: Diduga profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
- H₃: Diduga pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
- H₄: Diduga kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan utang
- H₅: Diduga risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang
- H₆: Diduga profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang
- H₇: Diduga level aset tetap berpengaruh positif terhadap kebijakan utang

3. Metode Penelitian

Sampel yang digunakan adalah PT HM Sampoerna, Tbk dan PT Unilever Indonesia, Tbk. Selama periode 2001 – 2006. Untuk memudahkan keterkaitan antar variabel dalam penelitian ini, maka berikut ini disajikan kerangka konseptual teoritis berupa skema penelitian yang menunjukkan hubungan antar variabel independen dan variabel dependen yang akan diuji dalam penelitian:



Gambar 1. Skema Penelitian

3.1. Definisi Operasional Variabel

Berdasarkan pada rumusan masalah dan pengembangan hipotesis, maka variabel-variabel yang akan diteliti dapat didefinisikan dan diukur sebagai berikut:

1. Kebijakan dividen: rasio antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham.

$$DPR = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

2. Kebijakan utang: rasio jumlah hutang terhadap total aset.

$$\text{Leverage Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

3. Risiko Bisnis: standar deviasi dari *operating income* dibagi dengan *total asset*.

$$\text{Business Risk} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{X})^2}{n - 1}}$$

4. Profitabilitas: rasio *operating income* dibagi dengan *total asset*.

$$\text{Profitability} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Total Asset}}$$

5. Pertumbuhan: tingkat perubahan dari total aset selama periode penelitian

$$\text{Growth} = \frac{\text{Total Asset}_{1n} - \text{Total Asset}_{n-1}}{\text{Total Asset}_{n-1}}$$

6. Level aset tetap: rasio antara level aset tetap terhadap total aset.

$$\text{Fixed Assets} = \frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$$

3.2. *Seemingly Unrelated Regression*

Berdasarkan pola hubungan antar variabel dalam penelitian ini maka digunakan metode *SUR* (*Seemingly unrelateed regression*). Pengujian hipotesis dilakukan dengan bantuan program *software Eviews 3.0*. Penelitian ini menggunakan *Seemingly Unrelated Regression* (*SUR*) karena kedua model persamaan mempunyai variabel penjelas (regresor) yang sama yaitu *RISK* dan *PROFIT* sehingga digunakan analisis *Seemingly Unrelated Regression* (Greene, 2000: 616). Gujarati (1995: 665).

$$\text{DIVIDEND} = \text{DIV} (\text{BUSSINESS RISK}, \text{PROFITABLITY}, \text{GROWTH})$$

$$\text{Persamaan 7: } \text{DIV} = (\text{C11}) + (\text{C21}) \text{ RISK} + (\text{C31}) \text{ PROFIT} + (\text{C41}) \text{ GROWTH} + \epsilon_1$$

Keterangan persamaan :

DIV = kebijakan dividen

C11 = konstanta

C21 = koefisien regresi risiko bisnis

C31 = koefisien regresi profitabilitas

C41 = koefisien regresi pertumbuhan

ϵ_1 = *error term*

DEBT = DEBT (DIVIDEND, BUSSINESS RISK, PROFITABLITY, FIXED ASSET)

$$\text{Persamaan 8: } \text{DEBT} = (\text{C12}) + (\text{C22}) \text{ DIV} + (\text{C32}) \text{ RISK} + (\text{C42}) \text{ PROFIT} + (\text{C52}) \text{ FIXED} + \epsilon_1$$

Keterangan persamaan :

DEBT = kebijakan utang

C21 = konstanta

C22 = koefisien regresi kebijakan dividen

C32 = koefisien regresi risiko bisnis

C42 = koefisien regresi profitabilitas

C52 = koefisien regresi aset tetap badan usaha

ϵ_1 = *error term*

4. Hasil dan Pembahasan

Badan usaha yang menjadi populasi dalam penelitian ini adalah badan usaha industri manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2001-2006. Pengambilan sampel penelitian didasarkan pada badan usaha yang membagikan kebijakan dividen selama minimal 4 tahun selama periode penelitian, yaitu 2001 – 2006. Berdasarkan kriteria tersebut, terpilih 31 badan usaha yang terdaftar di BEI selama periode 2001 – 2006 sebagai obyek penelitian. Nilai maksimum, minimum, rata-rata dari variabel penelitian baik variabel dependen maupun independen, dari keseluruhan badan usaha yang diteliti yaitu 31 badan usaha selama periode tahun 2001 - 2006 ditunjukkan Tabel 1.

Tabel 1. Tampilan Statistika Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean
Dividend Payout Ratio	186	0,0000	0,8261	0,2198
Leverage ratio	186	0,1000	0,9034	0,4355
Return On Asset	186	-0,0670	0,5738	0,1292
Bussiness Risk	186	0,0160	0,1799	0,0709
Total Asset Growth	186	-0,5565	0,6233	0,0697
Fixed Asset	186	0,0027	0,7581	0,3072

Perangkat lunak yang digunakan untuk melakukan pengujian estimasi *Seemingly Unrelated Regression* menggunakan Eviews 3.0. Persamaan (7) menunjukkan persamaan regresi linear berganda dengan variabel dependen *dividend* (DIV) dan variabel independen *bussiness risk* (RISK), *profitability* (PROFIT), dan *growth* (GROWTH). Persamaan tersebut mempunyai konstanta sebesar 1270,69. Nilai tersebut mempunyai makna, jika *independent variable* seperti independen *bussiness risk* (RISK), *profitability* (PROFIT), dan *growth* (GROWTH) tidak berubah atau konstan, maka nilai dividen adalah sebesar 1141,87 satuan. Persamaan tersebut juga menunjukkan koefisien regresi untuk variabel *bussiness risk* sebesar 0,088, variabel *profitability* sebesar 0,78, dan variabel *growth* -0,01.

Hasil pengolahan data menunjukkan bahwa variabel *bussiness risk* berhubungan positif dengan variabel *dividend*. Hal ini tercermin dari koefisien regresi variabel *bussiness risk* sebesar 0,088. Nilai koefisien itu sendiri mempunyai makna bahwa untuk setiap 1 satuan peningkatan *bussiness risk* dengan asumsi *profitability*, dan *growth* konstan (*ceteris paribus*) akan diikuti dengan peningkatan *dividend* sebesar 0,088.

Variabel *profitability* berhubungan positif dengan variabel *dividend*. Hal ini tercermin dari koefisien regresi variabel *profitability* sebesar 0,78. Nilai koefisien itu sendiri mempunyai makna bahwa untuk setiap 1 satuan peningkatan *profitability* dengan asumsi *bussiness risk*, dan *growth* konstan (*ceteris paribus*) akan diikuti dengan peningkatan *dividend* sebesar 0,78.

Variabel *growth* berhubungan negatif dengan variabel *dividend*. Hal ini tercermin dari koefisien regresi variabel *growth* sebesar -0,01. Nilai koefisien itu sendiri mempunyai makna bahwa untuk setiap 1 satuan peningkatan *growth* dengan asumsi *bussiness risk*, dan *profitability* konstan (*ceteris paribus*) akan diikuti dengan penurunan *dividend* sebesar 0,01.

Koefisien determinasi atau R^2 untuk persamaan (8) sebesar 0,38. Koefisien ini memiliki makna bahwa perubahan variabel *debt* dapat dijelaskan oleh variabel *dividend*, *bussiness risk*, variabel *profitability*, dan variabel *fixed asset* sebesar 38%, sedangkan sebesar 62 % akan dijelaskan oleh variabel selain *dividend*, *bussiness risk*, *profitability*, dan *fixed asset*

Hasil estimasi *Seemingly Unrelated Regression* untuk persamaan (7) dan (8) adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Estimasi *Seemingly Unrelated Regression*

Estimation Method: Seemingly Unrelated Regression				
Sample: 1 186				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(11)	1141,872	328,4975	3,476046	0,0006
C(21)	0,087978	0,352157	0,249826	0,8029
C(31)	0,776502	0,135177	5,744330	0,0000
C(41)	-0,012925	0,075309	-0,171631	0,8638
C(12)	2456,833	396,1863	6,201207	0,0000
C(22)	0,023720	0,062500	0,379515	0,7045
C(32)	2,727853	0,301395	9,050742	0,0000
C(42)	-0,642776	0,124012	-5,183190	0,0000
C(52)	0,242029	0,078666	3,076665	0,0023
Determinant residual covariance		8.69x10 ¹²		
Equation: DIV=C(11)+C(21)*RISK+C(31)*PROFIT+C(41)*GROWTH				
R-squared	0,152919	F - statistic		10,95214
Adjusted R-squared	0,138956	Prob (F - statistic)		0,000000
Durbin-Watson stat	1,117756			
Equation:				
DEBT=C(12)+C(22)*DIV+C(32)*RISK+C(42)*PROFIT+C(52)*FIXED				
R-squared	0,382030	F - statistic		27,79412
Adjusted R-squared	0,368373	Prob (F - statistic)		0,000000
Durbin-Watson stat	0,849234			

Persamaan (8) menunjukkan persamaan regresi linier berganda dengan variabel dependen *debt* dan variabel independen *dividend* (DIV), *bussiness risk* (RISK), *profitability* (PROFIT), dan *fixed asset* (FIXED). Persamaan tersebut mempunyai konstanta sebesar 2456,83. Nilai tersebut mempunyai makna, jika *independent variable* seperti independen *dividend* (DIV), *bussiness risk* (RISK), *profitability* (PROFIT), dan *fixed asset* (FIXED) tidak berubah atau konstan, maka nilai *debt* adalah sebesar 2456,83 satuan. Persamaan tersebut juga menunjukkan koefisien regresi untuk variabel *dividend* sebesar 0,02, variabel *bussiness risk* sebesar 2,73, variabel *profitability* sebesar -0,64, dan variabel *fixed* 0,24.

Hasil pengolahan data menunjukkan bahwa variabel *dividend* berhubungan positif dengan variabel *debt*. Hal ini tercermin dari koefisien regresi variabel *dividend* sebesar 0,02. Nilai koefisien itu sendiri mempunyai makna bahwa untuk setiap 1 satuan peningkatan *dividend* dengan asumsi *bussiness risk*, *profitability*, dan *fixed asset* konstan (*ceteris paribus*) akan diikuti dengan peningkatan *debt* sebesar 0,02.

Variabel *bussiness risk* berhubungan positif dengan variabel *dividend*. Hal ini tercermin dari koefisien regresi variabel *bussiness risk* sebesar 2,73. Variabel *profitability* berhubungan negatif dengan variabel *debt*. Hal ini tercermin dari koefisien regresi variabel *profitability* sebesar -0,64. Nilai koefisien itu sendiri mempunyai makna bahwa untuk setiap 1 satuan peningkatan *profitability* dengan asumsi *dividend*, *bussiness risk*, dan *fixed asset* konstan (*ceteris paribus*) akan diikuti dengan penurunan *dividend* sebesar 0,64.

Variabel *fixed* berhubungan positif dengan variabel *debt*. Hal ini tercermin dari koefisien regresi variabel *fixed* sebesar 0,24. Nilai koefisien itu sendiri mempunyai makna bahwa untuk setiap 1 satuan peningkatan *fixed* dengan asumsi *dividend*, *bussiness risk*, dan *profitability* konstan (*ceteris paribus*) akan diikuti dengan peningkatan *debt* sebesar 0,24.

4.1. Persamaan Dividen

a. Risiko bisnis

Hasil estimasi menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif tidak signifikan antara *bussiness risk* (RISK) dengan kebijakan dividen (DIV). Informasi ini terlihat pada nilai signifikansi sebesar 0,8029 dan koefisien RISK sebesar 0,087978. Hal ini disebabkan karena nilai signifikansi variabel RISK berada diatas 0,1 atau 10 %. Hasil yang muncul dari hasil pengolahan data bertentangan dengan hipotesis 1 bahwa terdapat pengaruh negatif antara *bussiness risk* terhadap kebijakan dividen.

b. Profitabilitas

Berdasarkan nilai signifikansi sebesar 0,0000 dan koefisien regresi antara variabel PROFIT dan variabel DIV sebesar 0,776502 ditemukan adanya pengaruh yang positif signifikan antara variabel PROFIT terhadap variabel DIV. Informasi ini bertentangan dengan hipotesis 2 yang berarti dugaan adanya pengaruh negatif profitabilitas terhadap kebijakan dividen tidak terbukti

c. Pertumbuhan

Hasil pengolahan data ditemukan bahwa variabel GROWTH memiliki signifikansi batas 0,8638. dan koefisien regresi sebesar -0.012925. Ini menunjukkan bahwa variabel GROWTH memiliki pengaruh yang negatif dan tidak signifikan terhadap variabel DIV. Hal ini disebabkan karena nilai signifikansi variabel GROWTH berada diatas 0,1 atau 10 %. Dimana informasi ini bertentangan dengan hipotesis 3 bahwa terdapat pengaruh negatif pertumbuhan terhadap kebijakan dividen. Nilai signifikansi konstanta untuk persamaan 7 sebesar 0,0006 menunjukkan bahwa probabilitas konstanta berada dibawah 0,01 atau 1 % berarti konstanta merupakan estimator yang signifikan. Dilihat dari lampiran 4 untuk hasil Uji F persamaan 7 memiliki nilai 0,000 dimana nilai ini menunjukkan bahwa variabel independen yang ada mempengaruhi secara serentak variabel dependen, karena memiliki nilai signifikansi di bawah 0,01 atau 1%.

4.2. Persamaan utang

a. Dividen

Hasil pengolahan data pada persamaan 8 kebijakan utang, menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif tidak signifikan antara kebijakan dividen (DIV) dengan kebijakan utang (DEBT). Informasi ini terlihat pada nilai signifikansi sebesar 0,7045 dan koefisien DIV sebesar 0,023720. Hal ini disebabkan karena nilai signifikansi variabel DIV berada diatas 0,1

atau 10 %. Hasil yang muncul dari hasil pengolahan data bertentangan dengan hipotesis 4 bahwa terdapat pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap kebijakan utang

b. Risiko Bisnis

Berdasarkan nilai signifikansi sebesar 0,0000 dan koefisien regresi antara variabel RISK dan variabel DEBT sebesar 2,727853 ditemukan adanya pengaruh yang positif signifikan antara variabel RISK terhadap variabel DEBT. Informasi ini bertentangan dengan hipotesis 5 yang menduga adanya pengaruh negatif *business risk* terhadap kebijakan utang.

c. Profitabilitas

Dari hasil pengolahan data ditemukan bahwa variabel PROFIT memiliki signifikansi batas 0,0000 dan koefisien regresi sebesar -0,642776. Ini menunjukkan bahwa variabel PROFIT memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap variabel DEBT. Dimana informasi ini sesuai dengan hipotesis 6 bahwa terdapat pengaruh negatif profitabilitasterhadap kebijakan utang.

d. Aset Tetap

Berdasarkan hasil pengolahan data menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara Level Aset Tetap (FIXED) dengan kebijakan utang (DEBT). Informasi ini terlihat pada nilai signifikansi sebesar 0,0023 dan koefisien FIXED sebesar 0,242029. Pengaruh positif dan signifikan yang muncul dari hasil pengolahan data sesuai dengan hipotesis 7 bahwa terdapat pengaruh positif Level Aset Tetap terhadap kebijakan utang

e. Nilai signifikansi konstanta untuk persamaan 8 sebesar 0,0000 menunjukkan bahwa probabilitas konstanta berada dibawah 0,01 atau 1 % berarti konstanta merupakan estimator yang signifikan. Dilihat dari lampiran 6 untuk hasil Uji F persamaan 8 memiliki nilai 0,000 dimana nilai ini menunjukkan bahwa variabel independen yang ada mempengaruhi secara serentak variabel dependen, karena memiliki nilai signifikansi di bawah 0,01 atau 1%.

Berdasarkan hasil pengujian pada Persamaan 7 variabel kebijakan dividen (DIV). Menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dan tidak signifikan antara *business risk* (RISK) dengan kebijakan dividen (DIV). Hal ini mengindikasikan ditolaknya hipotesis 1 yang menduga apabila tingkat *business risk* suatu badan usaha meningkat maka tingkat kebijakan dividen dalam badan usaha akan cenderung mengalami penurunan begitupun sebaliknya. Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) dan Taswan (2003), namun sesuai dengan penelitian Crutchley, *et al.* (1989) yang mengungkapkan hubungan yang positif antara *business risk* dengan kebijakan dividen. Tidak signifikannya hasil dari hipotesis ini menunjukkan bahwa *business risk* bukan merupakan faktor yang mempengaruhi dividen.

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis 2 ditemukan adanya pengaruh positif dan signifikan antara Profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Informasi ini memiliki makna bahwa apabila terjadi peningkatan tingkat profitabilitas, maka akan terjadi menyebabkan peningkatan pembagian dividen. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hipotesis 2 yang menduga bahwa Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Kebijakan dividen dan ini juga berarti bahwa hasil penelitian ini tidak sesuai dengan pendapat Britain (1966) Namun konsisten dengan pendapat Wirjolukito *et al.* (2003) dalam Suherli (2005), Rozeff (1982), Myers dan Maluf (1984) dan Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) mengungkapkan bahwa Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan badan usaha membukukan profit.

Dari hasil pengujian pada hipotesis 3 Ini menunjukkan bahwa variabel GROWTH memiliki pengaruh yang negatif dan tidak signifikan terhadap variabel DIV. Dimana informasi ini bertentangan dengan hipotesis 3 bahwa terdapat pengaruh negatif pertumbuhan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sesuai namun tidak signifikan dengan pendapat Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) yang menemukan bahwa badan usaha betumbuh memiliki

kebijakan dividen yang lebih rendah dibandingkan badan usaha tidak bertumbuh. Tidak signifikannya hasil dari hipotesis ini menunjukkan bahwa *growth* bukan merupakan faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

Persamaan 8 variabel kebijakan utang. Dari hasil pengujian hipotesis, menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif tidak signifikan antara kebijakan dividen (DIV) dengan kebijakan utang (DEBT). Hasil penelitian ini sesuai dengan pendapat Damodran (1997: 567) yang menyampaikan bahwa peningkatan dividen meningkatkan utang dan penurunan dividen mengurangi utang. Megginson (1977: 362) Emery dan Finnerty (1997: 568), serta Mahadwartha dan Jogiyanto (2002) yang menyatakan bahwa badan usaha dengan tingkat dividen tinggi akan membutuhkan tambahan dana dari kreditur untuk membiayai investasinya. Tidak signifikannya hasil dari hipotesis ini menunjukkan bahwa dividen bukan merupakan faktor yang mempengaruhi kebijakan utang

Berdasarkan hasil pengujian pada hipotesis 5 ditemukan adanya pengaruh yang positif signifikan antara variabel RISK terhadap variabel DEBT. Informasi ini bertentangan dengan hipotesis 5 yang menduga adanya pengaruh negatif *business risk* terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini juga bertentangan dengan pendapat Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) dan Ravid (1988) menyatakan bahwa risiko bisnis yang tinggi seharusnya mengurangi jumlah utang yang ditawarkan ke badan usaha pada tingkat suku bunga berapa pun, karena tingkat risiko yang tinggi akan membuat badan usaha akan mengalami ketidakpastian pendapatan dan inilah yang menyebabkan badan usaha menurunkan tingkat hutangnya. Namun hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Moh'd *et al.* (1998), yang mengungkapkan bahwa ketika risiko bisnis tinggi sehingga menyebabkan terjadinya volatilitas pendapatan maka manajer menginginkan adanya tambahan dana melalui utang agar dapat berinvestasi sehingga memperoleh *return* yang dapat menstabilkan kembali volatilitas pendapatan yang ada.

Dari hasil pengolahan data pada hipotesis 6 menunjukkan bahwa variabel PROFIT memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap variabel DEBT. Dimana informasi ini sesuai dengan hipotesis 6 yang mengungkapkan bahwa Profitabilitas menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya dimana penelitian sebelumnya oleh Myers dan Majluf (1982), Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) dan Moh'd, Perry, dan Rimbey (1998) mengungkapkan bahwa Badan usaha yang lebih menguntungkan (*profitable*) akan menurunkan permintaan utang karena akan tersedia lebih banyak dana internal untuk membiayai investasi..

Berdasarkan hasil pengolahan data pada hipotesis 7 menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan antara Level Aset Tetap (FIXED) dengan kebijakan utang (DEBT). Hasil pengolahan data sesuai dengan hipotesis 7 yang mengungkapkan bahwa terdapat pengaruh positif Level Aset Tetap terhadap kebijakan utang dan ini juga berarti bahwa hasil penelitian ini sesuai dengan pendapat Jensen, Solberg, dan Zorn (1992), Ferri dan Jones (1979), Marsh (1982), Long dan Malitz (1985), Friend dan Lang (1988) serta Mahadwartha dan Jogiyanto (2002) Karena ketika badan usaha mengalami peningkatan level aset tetap, menunjukkan bahwa badan usaha memiliki jaminan untuk membayara kewajiban sehingga memberikan pengaruh peningkatan fleksibilitas untuk mengakses modal melalui utang. Dimana menunjukkan bahwa ketika terjadi peningkatan level aset tetap menyebabkan peningkatan kebijakan utang yang signifikan.

Daftar Pustaka

- Allen, M.W. dan D.R. Myddelton, 1992, *Essential Management Accounting*, Second ed., Prentice Hall International.
- Awat, Napa I. dan Muljadi, 1989, *Keputusan – Keputusan Keuangan Badan Usaha (Teori & Hasil pengujian Empirik)*, Yogyakarta: Liberty.

- Bolten, Steven E., 1976, *Managerial Finance Principles and Practice*, Houghton Mifflin Company.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, dan Allan J. Marcus, 1997, *Principles of Corporate Finance*, Fourth ed., International ed., McGraw-Hill, Inc.
- Brigham, Eugene F. dan Michael C. Enhardt, 2002, *Financial Management Theory and Practices*, Tenth ed., Thomson Learning Inc.
- Dharmastuti, Ch F., Katarina Stella, dan Eviyanti, 2003, *Analisis Keterkaitan Secara Simultan antara Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang pada badan usaha yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode tahun 2000 – 2002*, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya.
- Damodran, A., 1997, *Corporate Finance: Theory and Practice*, International ed., Hermitage Publishing Services, John Wiley & Sons Inc.
- Dixon, R., 1989, *Financial Management Group*, Canada.
- Enerly, Douglas R., John D. Finneterty, dan John D. Stawe., 1998, *Principles of Financial Management*, Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall, Inc.
- Gaver, J.J. dan Kenneth M. Gaver., 1993, Additional Evidence on The Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125-160.
- Gitman, Lawrence J., 2002, *Principles of Managerial Finance*, Tenth ed., Addison Wesley Publishing Company.
- Gujarati, D. N., 1995, *Basic Econometrics*, Third ed., McGraw Hill, Inc.
- Gujarati, D. N., 2003, *Essentials of Econometrics*, Twelfth ed., McGraw Hill, Inc.
- Hampton, John J., 1989, *Financial Decision Making Concepts, Problems and Cases*, Fourth ed., Prentice – Hall International, Inc.
- Harahap, Nasrul I., 2003, *Analisis Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratiopada Badan Usaha Manufaktur Go-Public Di Bursa Efek Jakarta*, Universitas Airlangga.
- Helfert, Erick H., 2000, *Techineques of Financial Analysis: A Guide to Value Creation*, Tenth ed., Mc Graw Hill Companies, Inc.
- Husnan, S., 1996, *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*, Buku I, ed. keempat, Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Gadjah Mada.
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, dan Thomas S. Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Anlaysia*, 27/2, 247 – 263.
- Mahadwartha, P.A. dan Jogiyanto H.M., 2002, *Empirical Test of Balancing Model of Agency Costs, Contracting model Agency Theory; Collateral, and Growth Hypothesis Capital Market*.
- Mahadwartha, P.A., 2002, *Interpendensi antara Kebijakan Leverage dengan Kebijakan Dividen, Prespektif Teori Keganenan*.
- Mahadwartha, P.A., 2004, *Pengawasan dan Pengikatan Berbasis Kepemilikan Institusional Internal*, Yogyakarta: Universitas Gajah Mada.
- Ross, Stephen A., Radolph W. W., dan Jeffry F. J., 1990, *Corporate Finance Toppon Co.*, Second Edition, Tokyo.
- Salomon, E. dan John J. P., 1980, *An Introduction to Financial Management*, Second ed., California: Goodyear Publishing Company, Inc.
- Shapiro, Allan C., 1991, *Modern Corporate Finance*, International ed., New York: Maxwell Macmillon Publishing Company.
- Shim, Jae K. dan Jol G. S., 1987, *Theory and Problems of Managerial Finance*, Singapore: Mc Graw – Hill Book Co.
- Smart, Scott B., William L., Megginson, dan Lawrence J. G., 2004, *Corpoate Finance*, Ohio.

- Smith, C.W. dan R.L. Watts, 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics*, 32/3, 263-292.
- Suherli, M., 2005, *Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat*. (Studi pada badan usaha yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003).
- Sunarto dan Andi Kartika., 2003, Analisis Faktor – faktor yang mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Maret.
- Sundjaja, Ridwan S., dan Inge Barlain., 2003, *Manajemen Keuangan satu*, ed. Kelima, Literata Lintas Media.
- Weston, J. Fred, dan Eugene F. Brigham, 1992, *Essential of Managerial Finance*, Tenth ed., International ed., Harcour Brace Jovanovich.
- Weston J. Fred dan Thomas E. Copeland, 1988, *Financial Theory and Corporate Policy*, Third ed.