

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Deskripsi Sampel Penelitian

Uji statistik deskriptif bertujuan untuk mendeskripsikan kondisi data yang digunakan dalam penelitian. Tabel 4.1 menyajikan ringkasan analisis deskriptif dari variabel dependen kebijakan dividen (DPR) serta 8 variabel independen yang terdiri dari profitabilitas (PRFT), ukuran perusahaan (SIZE), rasio investasi (INVR), struktur aset (TNGA), *leverage* (LEV), risiko operasional (ORSK), tingkat pajak perusahaan (CTAX), dan tingkat bunga (INRT).

Tabel 4.1.
Statistik Deskriptif

Variabel	Jumlah Sampel	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Nilai Rata-Rata	Standar Deviasi
DPR	192	0,001000	2,109900	0,456930	0,314173
PRFT	192	0,003300	0,715100	0,145185	0,114885
SIZE	192	11,05900	14,41810	12,86966	0,678200
INVR	192	0,290000	58,48000	5,905417	10,05673
TNGA	192	0,000600	0,918400	0,277065	0,159112
LEV	192	0,097700	1,214900	0,446810	0,189055
ORSK	192	0,004000	0,221800	0,042094	0,045117
CTAX	192	0,000200	0,723800	0,240536	0,097415
INRT	192	-0,366700	0,304300	-0,030167	0,195985

Sumber: Hasil Analisis Data (Lampiran 7)

Berdasarkan tabel 4.1 diketahui hasil analisis deskriptif dari masing-masing variabel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Dilihat dari 192 sampel penelitian diperoleh rasio pembayaran dividen (DPR) terkecil yang dibagikan kepada pemegang saham dari laba bersih yang diperoleh perusahaan sampel adalah 0,1% dan rasio pembayaran dividen (DPR) terbesar yang dibagikan kepada pemegang saham dari laba bersih yang diperoleh oleh perusahaan sampel adalah 210,99%. Rata-rata rasio pembayaran dividen yang

dibagikan kepada pemegang saham dari laba bersih yang diperoleh oleh 192 sampel adalah 45,693% dengan standar deviasi sebesar 31,4173%.

Dilihat dari 192 sampel penelitian diketahui nilai terkecil keuntungan yang diperoleh perusahaan dari total aset (PRFT) adalah 0,33% dan nilai terbesar keuntungan yang diperoleh perusahaan dari total aset (PRFT) adalah 71,51%. Rata-rata keuntungan dari total aset (PRFT) dari 192 sampel sebesar 14,5185% dengan standar deviasi sebesar 11,4885%.

Dilihat dari 192 sampel penelitian diketahui nilai terkecil ukuran besar kecilnya perusahaan di tingkat industri berdasarkan total aset (SIZE) adalah 11,059 dan nilai terbesar ukuran besar kecilnya perusahaan di tingkat industri berdasarkan total aset (SIZE) adalah 14,4181. Rata-rata ukuran besar kecilnya perusahaan di tingkat industri berdasarkan total aset (SIZE) dari 192 sampel sebesar 12,86966 dengan standar deviasi sebesar 0,6782.

Dilihat dari 192 sampel penelitian diketahui nilai terkecil harga saham saat ini 0,29 kali lebih mahal dari nilai bukunya

dan nilai terbesar harga saham saat ini 58,48 kali lebih mahal dari nilai bukunya. Berdasarkan 192 sampel penelitian diperoleh nilai rata-rata harga saham saat ini 5,905417 kali lebih mahal dari nilai bukunya dengan standar deviasi sebesar 10,05673.

Dilihat dari 192 sampel penelitian diketahui nilai terkecil proporsi aset tetap bersih terhadap total aset (TNGA) adalah 0,06% dan nilai terbesar proporsi aset tetap bersih terhadap total aset (TNGA) adalah 91,84%. Rata-rata proporsi aset tetap bersih terhadap total aset (TNGA) dari 192 sampel sebesar 27,7065% dengan standar deviasi sebesar 15,9112%.

Dilihat dari 192 sampel penelitian diketahui nilai terkecil proporsi penggunaan hutang terhadap total aset (LEV) adalah 9,77% dan nilai terbesar proporsi penggunaan hutang terhadap total aset (LEV) adalah 121,49%. Rata-rata proporsi penggunaan hutang terhadap total aset (LEV) dari 192 sampel sebesar 44,681% dengan standar deviasi sebesar 18,9055%.

Dilihat dari 192 sampel penelitian diketahui nilai terkecil standar deviasi rasio pendapatan operasional dari total aset (ORSK) adalah 0,40% dan nilai terbesar standar deviasi rasio pendapatan operasional dari total aset (ORSK) adalah 22,18%. Rata-rata standar deviasi rasio pendapatan operasional dari total aset (ORSK) dari 192 sampel sebesar 4,2094% dengan standar deviasi sebesar 4,5117%.

Dilihat dari 192 sampel penelitian diketahui nilai terkecil tingkat pajak perusahaan dari total laba sebelum pajak (CTAX) adalah 0,02% dan nilai terbesar tingkat pajak perusahaan dari total laba sebelum pajak (CTAX) adalah 72,38%. Rata-rata tingkat pajak perusahaan dari total laba sebelum pajak (CTAX) dari 192 sampel sebesar 24,0536% dengan standar deviasi sebesar 9,7415%.

Dilihat dari 192 sampel penelitian diketahui nilai terkecil tingkat bunga (INRT) adalah -36,67% dan nilai terbesar tingkat bunga (INRT) adalah 30,43%. Rata-rata tingkat bunga (INRT) dari 192 sampel sebesar -3,0167% dengan standar deviasi sebesar 19,5985%.

B. Deskripsi Variabel Penelitian

Pengelolaan data dilakukan dengan menggunakan bantuan program *eviews* 7. Hasil uji regresi model penyesuaian parsial (*Partial Adjustment Model* / PAM) dengan menggunakan data panel ditampilkan pada tabel 4.2. berikut ini :

Tabel 4.2.
Hasil Regresi Model Penyesuaian Parsial

Variabel	Koefisien Regresi (β)	Sig	Keterangan
Konstanta	-0,788074		
DPR _{t-1}	0,400273	0,0000	Signifikan
PRFT	0,417031	0,0603	Signifikan
SIZE	0,078062	0,0000	Signifikan
INVR	0,006145	0,0544	Signifikan
TNGA	0,117010	0,0686	Signifikan
LEV	-0,289735	0,0000	Signifikan
ORSK	-0,135390	0,7052	Tidak Signifikan
CTAX	0,172745	0,0473	Signifikan
INRT	0,127428	0,0004	Signifikan
R ² : 0,768490			
Adj. R ² : 0,754599			
F-statistik : 55,32449 dengan Sig = 0,0000			
Variabel Dependen : DPR			

Sumber: Hasil Analisis Data (Lampiran 8)

Berdasarkan hasil regresi tersebut, maka dapat diperoleh persamaan Model Penyesuaian Parsial (*Partial Adjustment Model/PAM*) sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{DPR} = & -0,788074 + 0,400273\text{DPR}_{t-1} + 0,417031\text{PRFT} \\ & + 0,078062\text{SIZE} + 0,006145\text{INVR} + 0,117010\text{TNGA} \\ & - 0,289735\text{LEV} - 0,135390\text{ORSK} + 0,172745\text{CTAX} \\ & + 0,127428\text{INRT} \end{aligned}$$

Pada persamaan di atas menunjukkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Adapun arti dari koefisien regresi tersebut sebagai berikut :

Nilai konstanta sebesar $-0,788074$ menyatakan apabila variabel independen yaitu variabel kelambanan (*lag*) kebijakan dividen atau dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}), profitabilitas (PRFT), ukuran perusahaan (SIZE), rasio investasi (INVR), struktur aset (TNGA), *leverage* (LEV), risiko operasional (ORSK), tingkat pajak perusahaan (CTAX), dan tingkat bunga (INRT) sama dengan 0 (nol), maka variabel dependen yaitu kebijakan dividen (DPR) sebesar $-0,788074$.

Nilai koefisien regresi variabel kelambanan (*lag*) kebijakan dividen atau dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}) sebesar 0,400273 dan bernilai positif. Hal ini berarti bahwa apabila variabel dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}) naik sebesar 1%, maka akan meningkatkan kebijakan dividen (DPR) sebesar 40,0273% dengan asumsi variabel lain adalah konstan. Selanjutnya koefisien kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) dapat diketahui dari nilai optimal (1 atau 100%) dikurangi nilai koefisien regresi variabel kelambanan kebijakan dividen (DPR_{t-1}) atau δ . Berdasarkan persamaan tersebut diperoleh koefisien kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*/ SOA/δ) pada kebijakan dividen yang ditargetkan perusahaan non keuangan di Indonesia adalah sebesar $(1 - \delta = 1 - 0,400273)$ atau 0,599727. Nilai tersebut menunjukkan bahwa perbedaan antara realisasi kebijakan dividen dan kebijakan dividen yang ditargetkan oleh perusahaan disesuaikan sebesar 59,97% dalam setahun. Dengan demikian, perusahaan non keuangan di Indonesia melakukan penyesuaian pembayaran dividen (*dividend smoothing*) pada

tingkat moderat. Hasil penelitian tingkat kecepatan penyesuaian pada tingkat moderat juga ditemukan oleh Al-Najjar dan Killincarslan (2017).

Berdasarkan persamaan Model Penyesuaian Parsial (*Partial Adjustment Model/PAM*) tersebut, maka dapat juga diperoleh koefisien dalam jangka pendek dan koefisien dalam jangka panjang. Koefisien yang diperoleh dari regresi PAM merupakan koefisien dalam jangka pendek, sedangkan koefisien jangka panjang diperoleh dari koefisien jangka pendek dibagi dengan koefisien penyesuaiannya (Widarjono, 2017 dan Basuki, 2017). Dengan demikian, koefisien dalam jangka pendek dan koefisien dalam jangka panjang penelitian ini dapat dilihat dalam tabel 4.3.

Tabel 4.3.
Koefisien Jangka Pendek dan Jangka Panjang
Variabel Independen

Variabel	Koefisien		
	Jangka Pendek	Jangka Panjang	Penyesuaian
PRFT	0,417031	0,695368	0,599727
SIZE	0,078062	0,130163	
INVR	0,006145	0,010246	
TNGA	0,117010	0,195105	
LEV	-0,289735	-0,483111	
ORSK	-0,135390	-0,225753	
CTAX	0,172745	0,288039	
INRT	0,127428	0,212477	

Berdasarkan tabel 4.3. diatas, maka dapat diperoleh rasio target pembayaran (*target payout ratio/TPR*). Rasio target pembayaran (*target payout ratio/TPR*) merupakan koefisien jangka panjang dari variabel PRFT, dimana menunjukkan kebijakan dividen reaktif terhadap profitabilitas. Nilai rasio target pembayaran (*target payout ratio/TPR*) dalam penelitian ini adalah sebesar 0,695368 atau 69,54%. Dengan demikian, penentuan kebijakan dividen perusahaan non keuangan di Indonesia juga mempertimbangkan rasio

pembayaran jangka panjang dilihat dari profitabilitasnya (TPR sebesar 69,54%).

Berdasarkan hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan non keuangan di Indonesia dalam menentukan kebijakan dividen akan mempertimbangkan dividen tahun sebelumnya ($DPR_{t-1}=40,03\%$) sehingga diperoleh koefisien kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment/SOA/ δ*) menuju kebijakan dividen yang ditargetkan ($DPR^*_{it}=100\%$) perusahaan non keuangan di Indonesia sebesar 59,97% dan juga mempertimbangkan profitabilitasnya sehingga diperoleh rasio target pembayaran (*target payout ratio/TPR*) jangka panjang sebesar 69,54%. Perbandingan nilai SOA yang lebih rendah dan nilai TPR yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan non keuangan di Indonesia menerapkan kebijakan dividen yang stabil. Artinya dividen tidak meningkat dalam jumlah yang besar namun secara bertahap meningkat dengan mempertimbangkan rasio target pembayaran jangka panjang. Hasil serupa juga ditemukan

oleh Lintner (1956), Al-Najjar (2009), serta Tran dan Nguyen (2014).

Nilai koefisien regresi profitabilitas (PRFT) sebesar 0,417031 dan bernilai positif. Hal ini berarti bahwa apabila variabel profitabilitas (PRFT) naik sebesar 1%, maka akan meningkatkan kebijakan dividen (DPR) sebesar 41,7031% dengan asumsi variabel lain adalah konstan.

Nilai koefisien regresi ukuran perusahaan (SIZE) sebesar 0,078062 dan bernilai positif. Hal ini berarti bahwa apabila variabel ukuran perusahaan (SIZE) naik sebesar 1 satuan, maka akan meningkatkan kebijakan dividen (DPR) sebesar 0,078062 dengan asumsi variabel lain adalah konstan.

Nilai koefisien regresi rasio investasi (INVR) sebesar 0,006145 dan bernilai positif. Hal ini berarti bahwa apabila variabel rasio investasi (INVR) naik sebesar 1%, maka akan meningkatkan kebijakan dividen (DPR) sebesar 0,06145% dengan asumsi variabel lain adalah konstan.

Nilai koefisien regresi struktur aset (TNGA) sebesar 0,117010 dan bernilai positif. Hal ini berarti bahwa apabila

variabel struktur aset (TNGA) naik sebesar 1%, maka akan meningkatkan kebijakan dividen (DPR) sebesar 11,701% dengan asumsi variabel lain adalah konstan.

Nilai koefisien regresi *leverage* (LEV) sebesar 0,289735 dan bernilai negatif. Hal ini berarti bahwa apabila variabel *leverage* (LEV) turun sebesar 1%, maka akan menurunkan kebijakan dividen (DPR) sebesar 28,9735% dengan asumsi variabel lain adalah konstan.

Nilai koefisien regresi risiko operasional (ORSK) sebesar 0,135390 dan bernilai negatif. Hal ini berarti bahwa apabila variabel risiko operasional (ORSK) turun sebesar 1%, maka akan menurunkan kebijakan dividen (DPR) sebesar 13,539% dengan asumsi variabel lain adalah konstan.

Nilai koefisien regresi tingkat pajak perusahaan (CTAX) sebesar 0,172745 dan bernilai positif. Hal ini berarti bahwa apabila variabel tingkat pajak perusahaan (CTAX) naik sebesar 1%, maka akan meningkatkan kebijakan dividen (DPR) sebesar 17,2745% dengan asumsi variabel lain adalah konstan.

Nilai koefisien regresi tingkat bunga (INRT) sebesar 0,127428 dan bernilai positif. Hal ini berarti bahwa apabila variabel tingkat bunga (INRT) naik sebesar 1%, maka akan meningkatkan kebijakan dividen (DPR) sebesar 12,7428% dengan asumsi variabel lain adalah konstan.

C. Pengujian Hipotesis Penelitian

Analisis data berdasarkan hasil regresi dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Uji Signifikansi Secara Parsial (Uji t)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh variabel independen secara individual terhadap variabel dependen. Hasil uji t dapat dilihat pada tabel 4.4 :

Tabel 4.4.
Hasil uji t

Variabel	Koefisien Regresi	Standar Error	t-statistik	Sig.
Konstanta	-0,788074	0,180117	-4,375341	0,0000
DPR _{t-1}	0,400273	0,061794	6,477544	0,0000
PRFT	0,417031	0,220356	1,892528	0,0603
SIZE	0,078062	0,012489	6,250502	0,0000
INVR	0,006145	0,003170	1,938734	0,0544
TNGA	0,117010	0,063787	1,834384	0,0686
LEV	-0,289735	0,067132	-4,315928	0,0000
ORSK	-0,135390	0,357215	-0,379014	0,7052
CTAX	0,172745	0,086376	1,999916	0,0473
INRT	0,127428	0,035198	3,620343	0,0004
N : 192				
Variabel Dependen : Kebijakan Dividen (DPR)				

Sumber: Hasil Analisis Data (Lampiran 8)

Berdasarkan tabel 4.4, hasil regresi uji t variabel independen yaitu variabel kelambanan (*lag*) kebijakan dividen atau dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}), profitabilitas (PRFT), ukuran perusahaan (SIZE), rasio investasi (INVR), struktur aset (TNGA), *leverage* (LEV), risiko operasional (ORSK), tingkat pajak perusahaan (CTAX), dan tingkat bunga (INRT) secara individual

terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen (DPR) dapat dijelaskan sebagai berikut:

Hasil pengujian hipotesis pertama (H_1) diperoleh nilai t-statistik = 6,477544 dan nilai signifikansi $t = 0,0000 < 0,01$ (*level of significant*) yang menunjukkan bahwa variabel kelambanan (*lag*) kebijakan dividen atau dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Hal ini berarti jika dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}) mengalami peningkatan maka kebijakan dividen (DPR) juga akan mengalami peningkatan. Dengan demikian berarti bahwa **H_1 diterima** yaitu variabel kelambanan (*lag*) kebijakan dividen atau dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Hasil pengujian hipotesis kedua (H_2) diperoleh nilai t-statistik = 1,892528 dan nilai signifikansi $t = 0,0603 < 0,10$ (*level of significant*) yang menunjukkan bahwa profitabilitas (PRFT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Hal ini berarti jika profitabilitas

(PRFT) mengalami peningkatan maka kebijakan dividen (DPR) juga akan mengalami peningkatan. Dengan demikian berarti bahwa **H₂ diterima** yaitu profitabilitas (PRFT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Hasil pengujian hipotesis ketiga (H₃) diperoleh nilai t-statistik = 6,250502 dan nilai signifikansi $t = 0,0000 < 0,01$ (*level of significant*) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Hal ini berarti jika ukuran perusahaan (SIZE) mengalami peningkatan maka kebijakan dividen (DPR) juga akan mengalami peningkatan. Dengan demikian berarti bahwa **H₃ diterima** yaitu ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Hasil pengujian hipotesis keempat (H₄) diperoleh nilai t-statistik = 1,938734 dan nilai signifikansi $t = 0,0544 < 0,10$ (*level of significant*) yang menunjukkan bahwa rasio investasi (INVR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap

kebijakan dividen (DPR). Hal ini berarti jika rasio investasi (INVR) mengalami peningkatan maka kebijakan dividen (DPR) juga akan mengalami peningkatan. Dengan demikian berarti bahwa **H₄ diterima** yaitu rasio investasi (INVR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Hasil pengujian hipotesis kelima (H₅) diperoleh nilai t-statistik = 1,834384 dan nilai signifikansi $t = 0,0686 < 0,10$ (*level of significant*) yang menunjukkan bahwa struktur aset (TNGA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Hal ini berarti jika struktur aset (TNGA) mengalami peningkatan maka kebijakan dividen (DPR) juga akan mengalami peningkatan. Dengan demikian berarti bahwa **H₅ diterima** yaitu struktur aset (TNGA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Hasil pengujian hipotesis keenam (H₆) diperoleh nilai t-statistik = -4,315928 dan nilai signifikansi $t = 0,0000 < 0,01$ (*level of significant*) yang menunjukkan bahwa *leverage*

(LEV) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Hal ini berarti jika *leverage* (LEV) mengalami peningkatan maka kebijakan dividen (DPR) akan mengalami penurunan. Dengan demikian berarti bahwa **H₆ diterima** yaitu *leverage* (LEV) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Hasil pengujian hipotesis ketujuh (H₇) diperoleh nilai t-statistik = -0,379014 dan nilai signifikansi $t = 0,7052 > 0,10$ (*level of significant*) yang menunjukkan bahwa risiko operasional (ORSK) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR) namun arah yang negatif sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Hal ini berarti jika risiko operasional (ORSK) mengalami peningkatan maka tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen (DPR). Dengan demikian berarti bahwa **H₇ ditolak** yaitu risiko operasional (ORSK) hanya mendukung secara arahnya yang negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Hasil pengujian hipotesis kedelapan (H₈) diperoleh nilai t-statistik = 1,999916 dan nilai signifikansi $t = 0,0473 < 0,05$

(*level of significant*) yang menunjukkan bahwa tingkat pajak perusahaan (CTAX) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Hal ini berarti jika tingkat pajak perusahaan (CTAX) mengalami peningkatan maka kebijakan dividen (DPR) juga akan mengalami peningkatan. Dengan demikian berarti bahwa **H₈ diterima** yaitu tingkat pajak perusahaan (CTAX) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Hasil pengujian hipotesis kesembilan (H₉) diperoleh nilai t-statistik = 3,620343 dan nilai signifikansi $t = 0,0004 < 0,01$ (*level of significant*) yang menunjukkan bahwa tingkat bunga (INRT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Hal ini berarti jika tingkat bunga (INRT) mengalami peningkatan maka kebijakan dividen (DPR) juga akan mengalami peningkatan. Dengan demikian berarti bahwa **H₉ diterima** yaitu tingkat bunga (INRT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

2. Uji Signifikansi Secara Simultan (Uji F)

Uji F digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen yaitu variabel kelambanan (*lag*) kebijakan dividen atau dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}), profitabilitas (PRFT), ukuran perusahaan (SIZE), rasio investasi (INVR), struktur aset (TNGA), *leverage* (LEV), risiko operasional (ORSK), tingkat pajak perusahaan (CTAX), dan tingkat bunga (INRT) secara bersama-sama terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen (DPR). Hasil uji simultan dapat dilihat pada tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5.
Hasil Uji F

F-statistik	Nilai Signifikansi
55,32449	0,000000

Sumber: Hasil Analisis Data (Lampiran 8)

Berdasarkan tabel 4.5 menunjukkan bahwa nilai signifikansi F sebesar 0,000000 lebih kecil dari taraf signifikansi yang ditetapkan yaitu 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen yaitu variabel kelambanan (*lag*) kebijakan dividen atau dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}),

profitabilitas (PRFT), ukuran perusahaan (SIZE), rasio investasi (INVR), struktur aset (TNGA), *leverage* (LEV), risiko operasional (ORSK), tingkat pajak perusahaan (CTAX), dan tingkat bunga (INRT) secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen (DPR).

3. Uji Ketepatan Perkiraan (Uji R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Hasil pengujian koefisien determinasi (R^2) terlihat pada tabel 4.6 berikut ini:

Tabel 4.6.
Hasil Uji Koefisien Determinasi

<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Regression</i>
0,768490	0,754599	0,231729

Sumber : Hasil Analisis Data (Lampiran 8)

Berdasarkan tabel 4.6 diperoleh nilai *Adjusted R²* sebesar 0,754599 yang menunjukkan bahwa 75,46% kebijakan dividen (DPR) dapat dijelaskan oleh kesembilan variabel independen yaitu variabel kelambanan (*lag*) kebijakan

dividen atau dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}), profitabilitas (PRFT), ukuran perusahaan (SIZE), rasio investasi (INVR), struktur aset (TNGA), *leverage* (LEV), risiko operasional (ORSK), tingkat pajak perusahaan (CTAX), dan tingkat bunga (INRT). Sedangkan sisanya sebesar 24,54% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

D. Pembahasan (Interpretasi)

Penelitian ini menguji pengaruh variabel independen yaitu variabel kelambanan (*lag*) kebijakan dividen atau dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}), profitabilitas (PRFT), ukuran perusahaan (SIZE), rasio investasi (INVR), struktur aset (TNGA), *leverage* (LEV), risiko operasional (ORSK), tingkat pajak perusahaan (CTAX), dan tingkat bunga (INRT) terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen (DPR). Berikut ini penjelasan pengaruh masing-masing variabel independen terhadap kebijakan dividen :

Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel kelambanan (*lag*) kebijakan dividen atau dividen tahun sebelumnya (DPR_{t-1}) berpengaruh positif dan signifikan terhadap

kebijakan dividen. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis pertama yang diajukan. Arah positif menunjukkan bahwa perusahaan melakukan penyesuaian rasio pembayaran dividen pada tingkat yang ditargetkan/optimal karena hasil nilai optimal (1 atau 100%) dikurangi nilai koefisien regresi variabel kelambanan kebijakan dividen yang positif akan menghasilkan nilai penyesuaian $0 < \delta < 100\%$ (Widarjono, 2017). Berdasarkan hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan non keuangan di Indonesia dalam menentukan kebijakan dividen akan mempertimbangkan dividen tahun sebelumnya ($DPR_{t-1} = 40,03\%$) sehingga diperoleh koefisien kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment/SOA*/ δ) menuju tingkat kebijakan dividen yang ditargetkan/optimal ($DPR^*_{it} = 100\%$) perusahaan non keuangan di Indonesia sebesar 59,97%. Selanjutnya diperoleh hasil profitabilitas (PRFT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga diperoleh rasio target pembayaran (*target payout ratio/TPR*) jangka panjang sebesar 69,54%. Hasil tersebut menunjukkan bahwa

perusahaan di Indonesia menerapkan kebijakan *smoothed residual dividend* karena memperkirakan target rasio pembayaran dividen jangka panjang (Hanafi, 2015). Perbandingan nilai SOA yang lebih rendah dan nilai TPR yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan non keuangan di Indonesia menerapkan kebijakan dividen yang stabil. Artinya dividen tidak meningkat dalam jumlah yang besar namun secara bertahap meningkat dengan mempertimbangkan rasio target pembayaran jangka panjang. Hasil serupa juga ditemukan oleh Lintner (1956), Al-Najjar (2009), serta Tran dan Nguyen (2014).

Hasil analisis menunjukkan bahwa profitabilitas (PRFT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis kedua yang diajukan dan didukung oleh beberapa penelitian. Al-Najjar (2009) dan Jabbouri (2016) menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi mempunyai kemampuan lebih dalam membayarkan dividennya. Kamat dan Kamat (2009, 2013), Kamat (2016) serta Labhane dan Mahakud

(2016) menyepakati pendapat tersebut dengan hasil penelitiannya yang menyatakan bahwa perusahaan besar akan memperoleh profitabilitas yang lebih besar dan membagikan dividen yang lebih tinggi. Ben Naceur, dkk (2006) menambahkan bahwa dengan kebijakan investasi yang optimal akan mendorong perolehan profitabilitas yang tinggi, sehingga mampu menghasilkan arus kas bebas yang lebih besar dan pada akhirnya membayar dividen yang tinggi. Kuwari (2009) menemukan bahwa perlindungan hukum pemegang saham di bursa saham *Gulf Cooperation Council* (yaitu Kuwait, Arab Saudi, Oman, Qatar, dan Bahrain) rendah, sama seperti di negara berkembang lain. Oleh sebab itu saat profitabilitas meningkat akan mendorong pemegang saham menginginkan pembayaran dividen yang tinggi juga. Al-Najjar dan Kilincarslan (2017) menemukan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka perusahaan akan membayarkan dividen yang tinggi sebagai signal kinerja keuangan yang lebih baik. Kondisi ini juga didukung oleh teori signaling. Apabila profitabilitas

meningkat maka perusahaan akan menyampaikan kinerja keuangan yang baik dengan membayarkan dividen yang tinggi, sedangkan ketika profitabilitas menurun maka perusahaan akan menyampaikan penurunan kinerja keuangan dengan membayarkan dividen yang rendah. Selain itu Hanafi (2015) juga menyarankan pada perusahaan agar terhindar menjadi target akuisisi akibat kepemilikan kas berlebih dan profitabilitas yang tinggi untuk membayarkan dividen yang tinggi. Berdasarkan penjelasan tersebut, arah positif menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi pula kebijakan dividen dan sebaliknya. Dengan demikian hasil penelitian ini mendukung penelitian Ben Naceur, dkk (2006), Al-Najjar (2009), Kamat dan Kamat (2009, 2013), Asadi dan Oladi (2015), Jabbouri (2016), Kamat (2016), Labhane dan Mahakud (2016), serta Al-Najjar dan Kilincarslan (2017) yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil analisis menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis ketiga yang diajukan dan didukung oleh beberapa penelitian. Perusahaan besar memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal dibandingkan dengan perusahaan kecil (Al-Najjar dan Kilincarslan, 2017; Jabbouri, 2016). Kemudahan akses ke pasar modal tersebut disebabkan oleh kematangan dari perusahaan besar (Al-Najjar, 2009) dan kepemilikan saham institusional yang lebih tinggi (Labhane dan Mahakud, 2016). Kemudahan akses ke pasar modal tersebut sangat berarti untuk fleksibilitas dan kemampuan dalam memperoleh dana eksternal, sehingga perusahaan besar dapat mengalokasikan dana internalnya untuk membayarkan dividen yang lebih tinggi kepada para pemegang saham. Perusahaan besar akan menghadapi biaya agensi yang tinggi akibat dispersi kepemilikan, peningkatan kompleksitas, dan ketidakmampuan pemegang saham mengawasi aktivitas perusahaan secara ketat. Oleh sebab itu perusahaan besar

membayar dividen yang tinggi untuk mengurangi biaya agensi (Kuwari, 2009). Perusahaan besar juga lebih terdiversifikasi sehingga risiko kegagalan lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil. Ukuran perusahaan berbanding terbalik dengan probabilitas kebangkrutan (Kamat dan Kamat, 2009, 2013 serta Kamat, 2016). Selain itu, perusahaan besar lebih diawasi oleh para analis, sehingga diharapkan membayarkan dividen tinggi untuk memberikan informasi yang baik tentang prospek perusahaan (Kamat dan Kamat, 2009, 2013 serta Kamat, 2016). Kondisi tersebut didukung oleh teori signal, dimana peningkatan dividen dipakai sebagai signal oleh perusahaan untuk menyampaikan prospek masa depan yang lebih baik. Berdasarkan penjelasan tersebut, arah positif menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi pula kebijakan dividennya dan sebaliknya. Dengan demikian hasil penelitian ini mendukung penelitian Al-Najjar (2009), Kamat dan Kamat (2009, 2013), Asadi dan Oladi (2015), Jabbouri (2016), Kamat (2016), Labhane dan Mahakud (2016), serta

Al-Najjar dan Kilincarslan (2017) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil analisis menunjukkan bahwa rasio investasi (INVR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis keempat yang diajukan. Sejalan dengan hasil penelitian pada perusahaan di Teheran yang menunjukkan bahwa saat rasio investasi tinggi, perusahaan juga mampu meningkatkan rasio pembayaran dividennya dan cenderung tidak mengalami kebangkrutan (Asadi dan Oladi, 2015). Dengan demikian dapat disimpulkan juga bahwa perusahaan di Indonesia cenderung tidak mengalami kebangkrutan. Di samping itu, ketika perusahaan meningkatkan rasio investasinya, diharapkan akan memberikan peningkatan *return* bagi perusahaan dan pada akhirnya dapat memicu peningkatan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Oleh sebab itu pembayaran dividen yang tinggi kepada pemegang saham tersebut juga didukung oleh teori efek klien. Berdasarkan penjelasan

tersebut, arah positif menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio investasi perusahaan maka semakin tinggi pula kebijakan dividennya dan sebaliknya. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Asadi dan Oladi (2015) yang menunjukkan bahwa rasio investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil analisis menunjukkan bahwa struktur aset (TNGA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis kelima yang diajukan. Sejalan dengan hasil penelitian Kamat dan Kamat (2009, 2013) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan aset berwujud banyak akan memiliki kemampuan lebih dalam berhutang, sehingga dana internalnya dapat dialokasikan untuk membayar dividen yang tinggi. Sebaliknya perusahaan dengan aset berwujud sedikit akan memiliki kemampuan rendah dalam berhutang, sehingga akan mengikuti kebijakan residual dimana dana internalnya diutamakan untuk pembiayaan operasional perusahaan dan membayar dividen yang rendah. Berdasarkan penjelasan

tersebut, arah positif menunjukkan bahwa semakin banyak aset berwujud maka semakin tinggi pula kebijakan dividen dan sebaliknya. Dengan demikian hasil penelitian ini mendukung penelitian Kamat dan Kamat (2009, 2013) yang menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil analisis menunjukkan bahwa *leverage* (LEV) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis keenam yang diajukan dan didukung oleh beberapa penelitian. Perusahaan yang memiliki tingkat hutang rendah akan memiliki kemampuan membayarkan dividen yang tinggi, sedangkan perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang tinggi akan membayarkan dividen yang rendah untuk mengurangi ketergantungannya pada pendanaan eksternal (Al-Najjar, 2009; Jabbouri, 2016). Ben Naceur, dkk (2006) menambahkan bahwa hutang dapat berperan mendisiplinkan pembayaran dividen yang tinggi. Pembayaran dividen yang tinggi dapat dianggap sebagai tranfer kekayaan dari

pemegang hutang ke pemegang saham. Oleh sebab itu, peningkatan hutang akan mendorong perusahaan membayarkan dividen yang rendah. Sejalan dengan Al-Najjar dan Kilincarslan (2017) yang menyatakan bahwa hutang berperan mensubstitusi dividen dalam mengendalikan masalah keagenan. Dimana perusahaan di Turki yang memiliki banyak hutang cenderung tidak membayarkan dividen. Kondisi tersebut didukung oleh teori keagenan. Disamping itu, teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan akan memilih pembiayaan dari dana internal dibandingkan dengan penggunaan hutang. Jika dana internal rendah, maka perusahaan akan menyesuaikan dengan membayar dividen yang rendah dibandingkan dengan berhutang demi membagikan dividen yang tinggi. Oleh sebab itu, perusahaan dengan rasio hutang yang rendah akan memiliki risiko kebangkrutan yang rendah juga, sehingga perusahaan mampu membayarkan dividen yang tinggi. Sedangkan apabila terjadi peningkatan rasio hutang akan meningkatkan beban dalam pelunasannya dan meningkatkan

risiko kebangkrutan, sehingga mengurangi kemampuan membayar dividen (Kuwari, 2009; Labhane dan Mahakud, 2016; Gohar dan Alam, 2018). Hasil penelitian ini mendukung penelitian Al-Najjar (2009), Kuwari (2009), Kamat dan Kamat (2009, 2013), Asadi dan Oladi (2015), Jabbouri (2016), Kamat (2016), Labhane dan Mahakud (2016), Al-Najjar dan Kilincarslan (2017), serta Gohar dan Alam (2018) yang menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil analisis menunjukkan bahwa risiko operasional (ORSK) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, namun arahnya yang negatif sejalan dengan hipotesis ketujuh yang diajukan. Fluktuasi pendapatan yang diperoleh perusahaan akan memicu semakin tinggi ketidakpastian laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Oleh sebab itu pada penelitian ini dinilai kurang tepat apabila diaplikasikan pada perusahaan yang memiliki pertumbuhan laba yang cenderung konstan. Dengan

demikian tinggi rendahnya risiko bisnis yang dihadapi perusahaan tidak akan berpengaruh pada pembayaran dividen kepada pemegang saham. Hasil yang sama juga diperoleh oleh beberapa penelitian. Kuwari (2009) menemukan bahwa perusahaan non keuangan yang terdaftar dalam bursa saham *Gulf Cooperation Council* (yaitu Kuwait, Arab Saudi, Oman, Qatar, dan Bahrain) dalam menentukan kebijakan dividennya lebih memperhitungkan konflik keagenan dan reputasi perusahaan dibandingkan risiko bisnis. Andriani dan Amanah (2017) juga menemukan bahwa risiko tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sementara arahnya yang negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi risiko operasional maka semakin rendah kebijakan dividennya dan sebaliknya. Perusahaan dengan risiko operasional yang tinggi akan memiliki volalitas pendapatan yang tinggi pula dan akan mengakumulasikan kas pada saat pendapatan baik. Akumulasi pendapatan tersebut akan digunakan untuk berinvestasi di masa mendatang dibandingkan untuk membayar dividen. Kondisi

tersebut didukung teori *pecking order*, dimana pendanaan internal lebih disukai dibandingkan dengan pendanaan eksternal (Hanafi, 2015). Oleh sebab itu, perusahaan dengan risiko operasional tinggi akan memiliki volalitas pendapatan yang tinggi dan membayar dividen yang rendah (Kamat dan Kamat, 2009, 2013). Sejalan dengan hasil penelitian Al-Najjar (2009) yang menyatakan bahwa semakin tinggi risiko suatu perusahaan akan semakin tinggi pula kemungkinan perusahaan tersebut bangkrut. Kondisi tersebut berdampak pada semakin kecilnya kesempatan perusahaan untuk membayar dividen.

Hasil analisis menunjukkan bahwa tingkat pajak perusahaan (CTAX) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis kedelapan yang diajukan. Samuel dan Inyada (2010) menemukan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen yang rendah untuk meminimalkan pajak pribadi pemegang saham. Kondisi tersebut didukung oleh teori preferensi pajak, dimana pajak atas *capital gain* lebih rendah

dibandingkan pajak atas dividen. Sementara perusahaan akan membayarkan dividen yang tinggi apabila pajak atas *capital gain* lebih tinggi daripada pajak atas dividen. Disamping itu, peningkatan pajak perusahaan memicu peningkatan pembayaran dividen juga dapat disebabkan oleh tidak dominannya pajak perusahaan dalam mempengaruhi laba perusahaan. Kondisi tersebut memungkinkan perusahaan membayar dividen yang tinggi dari laba yang ditahan. Ditambah lagi perusahaan sampel dalam penelitian ini cenderung *mature*, sehingga mendorong pemegang saham untuk tetap mendapatkan dividen yang tinggi meskipun terjadi peningkatan pajak perusahaan. Kondisi tersebut didukung oleh teori efek klien, dimana pemegang saham perusahaan di Indonesia yang menjadi sampel dalam penelitian ini lebih menyukai pembayaran dividen yang tinggi sebagai *return* atas investasi yang telah dilakukannya.

Hasil analisis menunjukkan bahwa tingkat bunga (INRT) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis kesembilan

yang diajukan. Ofori-Sasu, dkk (2017) menemukan bahwa peningkatan tingkat bunga akan mengharuskan pemegang saham untuk mendapatkan pembayaran dividen yang lebih tinggi sebagai *return* atas investasinya agar dapat mengkompensasi atau mengurangi efek peningkatan tingkat bunga tersebut. Selain itu, peningkatan tingkat bunga memicu peningkatan pembayaran dividen juga dapat disebabkan oleh pengurangan ketergantungan perusahaan pada pendanaan eksternal melalui hutang dan beralih ke emisi saham baru (ekuitas), sehingga perusahaan memberikan *return* melalui pembayaran dividen yang tinggi kepada pemegang saham. Kondisi tersebut didukung oleh teori struktur modal, dimana pendanaan eksternal dapat bersumber dari hutang dan ekuitas. Ditambah lagi perusahaan sampel dalam penelitian ini cenderung *mature*, sehingga mendorong pemegang saham untuk tetap mendapatkan dividen yang tinggi meskipun terjadi peningkatan tingkat bunga. Kondisi tersebut didukung oleh teori efek klien, dimana pemegang saham perusahaan di Indonesia yang menjadi sampel dalam

penelitian ini lebih menyukai pembayaran dividen yang tinggi sebagai *return* atas investasi yang telah dilakukannya.