

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dalam penelitian ini digunakan untuk memberikan gambaran atau deskriptif suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), nilai tengah (median), minimum, maksimum, dan standar deviasi pada masing-masing variabel. Statistik deskriptif *balanced panel* pada perusahaan sektor properti, real estate, dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 dapat dilihat pada tabel IV.1

Tabel IV.1 Statistik Deskriptif

| | DPR | ROA | SGR | BR | SIZE (miliar Rp) | DFL | CR |
|--------------|--------|--------|---------|--------|---------------------|---------|--------|
| Mean | 0.2084 | 0.0806 | 0.2155 | 0.0259 | 14,662 | 0.9039 | 1.6453 |
| Median | 0.2099 | 0.0604 | 0.1821 | 0.0234 | 19,045 | 0.9874 | 1.4038 |
| Std. Deviasi | 0.1105 | 0.0896 | 0.2450 | 0.0117 | 11,868 | 0.8350 | 0.8117 |
| Maksimum | 0.5345 | 0.3787 | 0.8799 | 0.0584 | 41,327 | 2.9068 | 4.0291 |
| Minimum | 0.0268 | 0.0022 | -0.2944 | 0.0002 | 516 | -2.9081 | 0.0022 |
| Observasi | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 |

Sumber: Hasil *output* Eviews 9 (data diolah peneliti)

1. *Dividend Payout Ratio* (DPR)

DPR memiliki nilai mean sebesar 20,84% dengan nilai median sebesar 20,99% dan standar deviasi sebesar 11,05%. Nilai mean yang lebih kecil dari nilai median ($20,84\% < 20,99\%$) menunjukkan bahwa lebih dari 50% perusahaan masih rendah dalam hal pembayaran dividen terhadap pemegang saham. Sementara itu, nilai mean yang lebih besar dibanding nilai standar deviasi ($20,84\% > 11,05\%$) menunjukkan bahwa DPR yang

dihasilkan perusahaan selama periode penelitian mampu merepresentasikan pembayaran dividen dari keseluruhan data yang dimiliki perusahaan.

PT Total Bangun Persada (TOTL) mempunyai nilai DPR tertinggi senilai 53,45% pada tahun 2015. Hal tersebut dikarenakan porsi laba yang dibagikan TOTL sebagai dividen sebanyak 61,90% lebih banyak dibanding tahun sebelumnya dan 38,10% sisanya ditahan sebagai *retained earnings*.

Nilai terendah DPR dimiliki oleh PT Ciputra Development (CTRA) pada tahun 2015. Hal tersebut dikarenakan oleh fluktuasi nilai tukar rupiah yang terus melemah dan berimbas pada kenaikan tingkat suku bunga, ditambah dengan terlambatnya penyerapan dana APBN (Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara) yang menyebabkan investasi cenderung melambat, dan pada akhirnya menyebabkan penurunan daya beli masyarakat. Oleh karena itu, CTRA meningkatkan *retained earnings* dan mengurangi dividen dari laba yang diperolehnya.

2. *Return on Assets* (ROA)

ROA memiliki nilai mean sebesar 8,06% dengan nilai median sebesar 6,04% dan standar deviasi sebesar 8,96%. Nilai mean yang lebih besar dari nilai median ($8,06\% > 6,04\%$) menunjukkan bahwa lebih dari 50% perusahaan mampu menghasilkan profitabilitas yang tinggi bagi perusahaan. Sementara itu, nilai mean yang lebih kecil dibanding nilai standar deviasi ($8,06\% < 8,96\%$) menunjukkan bahwa ROA yang dihasilkan perusahaan selama periode penelitian kurang mampu merepresentasikan profitabilitas dari keseluruhan data yang dimiliki perusahaan.

Nilai ROA tertinggi dimiliki oleh PT Goa Makassar Tourism Development (GMTD) yaitu sebesar 37,87% pada tahun 2014. Hal itu disebabkan oleh terjadinya peningkatan pendapatan usaha GMTD sebesar 30,6% dari tahun 2013, sehingga laba usaha juga meningkat sebesar 59,30%.

Nilai terendah ROA sebesar 0,0022% dimiliki oleh PT Nusa Konstruksi Enjiniring (DGIK) pada tahun 2015. Hal tersebut dikarenakan terjadinya penurunan pendapatan sebesar 23,83% yang disebabkan oleh penundaan pengerjaan proyek, sehingga memberikan dampak pada penurunan laba usaha sebesar 92,37% dari tahun 2014.

3. *Sales Growth Ratio* (SGR)

SGR memiliki nilai mean sebesar 21,55% dengan nilai median sebesar 18,21% dan standar deviasi sebesar 24,50%. Nilai mean yang lebih besar dari nilai median ($21,55\% > 18,21\%$) menunjukkan bahwa lebih dari 50% perusahaan memiliki tingkat penjualan yang tinggi. Nilai mean yang lebih kecil dibanding nilai standar deviasi ($21,55\% < 24,50\%$) menunjukkan bahwa SGR yang dihasilkan perusahaan selama periode penelitian tidak mampu merepresentasikan peluang pertumbuhan dari keseluruhan data yang dimiliki perusahaan.

Nilai SGR tertinggi dimiliki oleh PT Plaza Indonesia Realty (PLIN) yaitu sebesar 87,99% pada tahun 2012. Tumbuhnya konsumsi rumah tangga, didukung oleh menguatnya keyakinan konsumen, membaiknya daya beli masyarakat, rendahnya in asi serta tersedianya pembiayaan

konsumsi, sehingga penjualan meningkat sebesar 88,00% dari tahun sebelumnya.

Nilai SGR terendah dimiliki oleh PT Perdana Gapura Prima (GPRA) yaitu sebesar -29,44% pada tahun 2012. Hal tersebut dikarenakan ada beberapa lokasi proyek yang berbeda, GPRA mengalami penurunan penjualan sebesar 37,75% yang disebabkan oleh sebagian besar proyek sudah banyak yang terjual.

4. *Business Risk* (BR)

BR memiliki nilai mean sebesar 2,59% dengan nilai median sebesar 2,34% dan standar deviasi sebesar 1,17%. Nilai mean yang lebih besar dari nilai median ($2,59\% > 2,34\%$) menunjukkan bahwa lebih dari 50% perusahaan menghadapi risiko bisnis yang tinggi dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Sementara itu, nilai mean yang lebih besar dibanding nilai standar deviasi ($2,59\% > 1,17\%$) menunjukkan bahwa BR yang dihasilkan perusahaan selama periode penelitian mampu merepresentasikan risiko bisnis dari keseluruhan data yang dimiliki perusahaan.

PT Bumi Serpong Damai (BSDE) mempunyai nilai BR tertinggi senilai 5,84% pada tahun 2013. *Recurring revenues* sangat penting bagi Perseroan dalam memitigasi risiko saat terjadi penurunan dalam siklus bisnis properti di Indonesia. Pada tahun 2013, posisi *recurring revenues* BSDE berada dikisaran 15%, sedangkan sisanya 85% pendapatan dari penjualan produk/*sales development*.

Nilai BR terendah dimiliki oleh PT Lippo Karawaci (LPKR) yaitu sebesar 0,02% pada tahun 2012. 55% dari pendapatan LPKR berasal dari bisnis properti, sementara 45% dari total pendapatan berasal dari *recurring revenues*. Nilai *recurring revenues* yang semakin besar maka perusahaan semakin stabil dan tahan terhadap dampak dari kenaikan suku bunga.

5. *Size* (Ukuran Perusahaan)

Size memiliki nilai mean sebesar Rp14.662 miliar dengan nilai median sebesar Rp19.045 miliar dan standar deviasi sebesar Rp11.868 miliar. Nilai mean yang lebih kecil dari nilai median (Rp14.662 miliar < Rp19.045 miliar) menunjukkan bahwa lebih dari 50% perusahaan masih berukuran kecil, atau dalam tahap pertumbuhan (*growth*). Sementara itu, nilai mean yang lebih besar dibanding nilai standar deviasi (Rp14.662 miliar > Rp11.868 miliar) menunjukkan bahwa nilai total aset perusahaan selama periode penelitian mampu merepresentasikan ukuran perusahaan dari keseluruhan data yang dimiliki perusahaan.

PT Lippo Karawaci (LPKR) mempunyai nilai *size* atau total aset tertinggi senilai Rp41.327 miliar pada tahun 2015. Besarnya ukuran perusahaan LPKR tercermin dari perluasan usaha dengan menambah aset yang dikelola sebesar 47,8% pada ke-empat pilar perusahaannya yaitu properti, *healthcare*, mal ritel, dan hotel.

Nilai *size* atau total aset terendah dimiliki oleh PT Metropolitan Land (MTLA) yaitu sebesar Rp219 miliar pada tahun 2011. Total aset perusahaan

selama kurun waktu 2011-2015 terus meningkat, namun pada tahun 2011 total aset MTLA paling sedikit dibanding perusahaan lainnya.

6. *Degree of Financial Leverage (DFL)*

DFL memiliki nilai mean sebesar 90,39% dengan nilai median sebesar 98,74% dan standar deviasi sebesar 83,50%. Nilai mean yang lebih kecil dari nilai median ($90,39\% < 98,74\%$) menunjukkan bahwa lebih dari 50% perusahaan memiliki utang finansial yang rendah. Sementara itu, nilai mean yang lebih besar dibanding nilai standar deviasi ($90,39\% < 83,50\%$) menunjukkan bahwa nilai DFL selama periode penelitian mampu merepresentasikan utang finansial dari keseluruhan data yang dimiliki perusahaan.

PT Summarecon Agung (SMRA) mempunyai nilai DFL tertinggi senilai 290,68% pada tahun 2015. Hal tersebut dikarenakan kenaikan utang Bank dan Lembaga pembiayaan jangka pendek sebesar 179% selain itu juga kenaikan beban terutang sebesar 303% yang disebabkan oleh kenaikan beban infrastruktur dan fasilitas publik.

Nilai terendah DFL sebesar -290,81% dimiliki oleh PT Adhi Karya (ADHI) pada tahun 2011. Hal tersebut dikarenakan utang bank menurun sebesar 100% dan utang pajak juga menurun sebesar 27,95% dari tahun sebelumnya.

7. *Current Ratio (CR)*

CR memiliki nilai mean sebesar 164,53% dengan nilai median sebesar 140,38% dan standar deviasi sebesar 81,17%. Nilai mean yang lebih besar dari nilai median ($164,53\% > 140,38\%$) menunjukkan bahwa lebih dari 50%

perusahaan memiliki kemampuan yang tinggi dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Sementara itu, nilai mean yang lebih besar dibanding nilai standar deviasi ($164,53\% > 81,17\%$) menunjukkan bahwa nilai CR yang dihasilkan perusahaan selama periode penelitian mampu merepresentasikan likuiditas dari keseluruhan data yang dimiliki perusahaan.

Nilai CR tertinggi dimiliki oleh PT Metropolitan Land (MTLA) yaitu sebesar 402,91% pada tahun 2012. Tingginya nilai CR MTLA mengindikasikan bahwa perusahaan sangat likuid dalam melunasi kewajiban jangka pendeknya, akan tetapi MTLA kurang memanfaatkan kapasitas utangnya.

Nilai CR terendah dimiliki oleh PT Metropolitan Kentjana (MKPI) yaitu sebesar 0,22% pada tahun 2014. Rendahnya nilai CR MKPI mengindikasikan bahwa perusahaan kurang likuid dalam melunasi utang jangka pendeknya dan terlalu banyak menggunakan utangnya untuk kegiatan perusahaan yang lainnya.

B. Uji Model Estimasi Data Panel

Model estimasi regresi digunakan untuk menentukan model persamaan yang sesuai dalam melakukan estimasi data panel. Terdapat tiga bentuk pendekatan model regresi, yaitu *common effect model* (CEM), *fixed effect model* (FEM), dan *random effect model* (REM). Untuk menentukan model terbaik diantara ketiga model tersebut perlu dilakukan Uji Chow dan Uji Hausman terlebih dahulu.

1. Uji Chow

Uji Chow digunakan untuk memilih antara *Common Effect Model* (CEM) atau *Fixed Effect Model* (FEM). Pengambilan keputusan yang digunakan pada pengujian ini dilihat dari nilai *chi-square* dan *p-value* dengan tingkat signifikansi sebesar 5% atau 0,05. Hipotesis yang digunakan pada uji Chow adalah sebagai berikut:

$$H_0 : \text{Common Effect Model}$$

$$H_1 : \text{Fixed Effect Model}$$

Kriteria pada uji Chow ini adalah apabila nilai *p-value* $> 0,05$ maka model yang paling tepat untuk digunakan pada regresi data panel adalah *common effect model*, sedangkan jika nilai *p-value* $\leq 0,05$ maka *fixed effect model* merupakan model yang tepat yang digunakan untuk regresi data panel. Apabila pada uji Chow didapat hasil *fixed effect model* kemudian dilanjutkan uji Hausman untuk menentukan model yang paling tepat diantara *fixed effect model* atau *random effect model*. Pada Tabel IV.2 merupakan hasil uji Chow untuk metode *balanced panel*.

Tabel IV.2 Hasil Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: HAUSMAN
Test cross-section fixed effects

| Effects Test | Statistic | d.f. | Prob. |
|--------------------------|-----------|---------|--------|
| Cross-section F | 3.051000 | (18,68) | 0.0005 |
| Cross-section Chi-square | 56.240923 | 18 | 0.0000 |

Sumber: Hasil Output EViews 9 (data diolah peneliti)

Berdasarkan hasil uji Chow pada tabel IV.2 diperoleh nilai *chi-square* sebesar 56,24 dengan nilai probabilitas sebesar 0,00. Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari nilai signifikansi 0,05 yang menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima, sehingga dapat diketahui bahwa *common effect model* bukan merupakan model yang terbaik untuk dijadikan model regresi *balanced panel*.

Berdasarkan hasil uji Chow tersebut, terpilih *fixed effect model*, oleh sebab itu dilakukan uji selanjutnya yaitu uji Hausman. Uji Hausman dilakukan untuk menentukan menentukan model regresi yang tepat untuk digunakan diantara *fixed effect model* atau *random effect model*.

2. Uji Hausman

Uji Hausman dilakukan untuk mengetahui model yang tepat diantara *fixed effect model* atau *random effect model*. Pengambilan keputusan yang digunakan pada pengujian ini dilihat dari nilai *chi-square* dan *p-value* dengan tingkat signifikansi sebesar 5% atau 0,05. Hipotesis yang digunakan pada uji Hausman adalah sebagai berikut:

H_0 : *Random Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Kriteria pada uji Hausman ini adalah apabila nilai *p-value* $> 0,05$ maka model yang paling tepat untuk digunakan pada regresi data panel adalah *random effect model*, sedangkan jika nilai *p-value* $\leq 0,05$ maka *fixed effect model* merupakan model yang tepat yang digunakan untuk regresi data

panel. Pada Tabel IV.3 merupakan hasil uji Hausman untuk metode *balanced*.

Tabel IV.3 Hasil Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: HAUSMAN
Test cross-section random effects

| Test Summary | Chi-Sq. Statistic | Chi-Sq. d.f. | Prob. |
|----------------------|-------------------|--------------|--------|
| Cross-section random | 8.972269 | 8 | 0.3446 |

Sumber: Hasil Output Eviews 9 (data diolah peneliti)

Berdasarkan hasil uji Hausman pada tabel IV.3 diperoleh nilai *chi-square* sebesar 8,97 dengan nilai probabilitas sebesar 0,35. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari nilai signifikansi 0,05 yang menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak, sehingga dapat diketahui bahwa *random effect model* merupakan model yang terbaik untuk dijadikan model regresi *balanced panel*.

Berdasarkan hasil uji Hausman tersebut, terpilih *random effect model*, oleh sebab itu dilakukan uji selanjutnya yaitu uji Lagrange Multiplier. Uji Lagrange Multiplier dilakukan untuk menentukan model regresi yang tepat untuk digunakan diantara *common effect model* atau *random effect model*.

3. Uji Lagrange Multiplier

Uji Lagrange Multiplier dilakukan untuk mengetahui model yang tepat diantara *common effect model* atau *random effect model*. Pengambilan keputusan yang digunakan pada pengujian ini dilihat dari nilai *chi-square*

dan *p-value* dengan tingkat signifikansi sebesar 5% atau 0,05. Hipotesis yang digunakan pada uji Lagrange Multiplier adalah sebagai berikut:

$$H_0 : \text{Common Effect Model}$$

$$H_1 : \text{Random Effect Model}$$

Kriteria pada uji Lagrange Multiplier ini adalah apabila Breusch-Pagan nilai *p-value*-nya $> 0,05$ maka model yang paling tepat untuk digunakan pada regresi data panel adalah *common effect model*, sedangkan jika nilai *p-value* $\leq 0,05$ maka *random effect model* merupakan model yang tepat yang digunakan untuk regresi data panel. Pada Tabel IV.4 merupakan hasil uji Lagrange Multiplier untuk metode *balanced panel*.

Tabel IV.4 Hasil Uji Lagrange Multiplier

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

| | Test Hypothesis | | |
|---------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | Cross-section | Time | Both |
| Breusch-Pagan | 29.67221 (0.0000) | 0.115021 (0.7345) | 29.78723 (0.0000) |

Sumber: Hasil Output Eviews 9 (data diolah peneliti)

Berdasarkan hasil uji Lagrange Multiplier pada tabel IV.4 diperoleh nilai *chi-square* sebesar 29,67 dengan nilai probabilitas sebesar 0,0000. Nilai probabilitas tersebut lebih kecil dari nilai signifikansi 0,05 yang menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima, sehingga dapat diketahui bahwa *random effect model* merupakan model yang terbaik untuk dijadikan model regresi *balanced panel*. Oleh sebab itu, pada penelitian ini digunakan *random effect model* untuk regresi *balanced panel*.

C. Hasil Uji Regresi dan Pembahasan

Hasil uji regresi *balanced panel* dapat dilihat pada tabel IV.5. Pada tabel tersebut menunjukkan pengaruh dari variabel profitabilitas dan *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen, kemudian pengaruh *business risk* sebagai pemoderasi hubungan profitabilitas dan *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen. Selain itu juga, pengaruh ukuran perusahaan, *financial leverage*, dan likuiditas sebagai variabel kontrol terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor properti, real estate, dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI periode 2011-2015.

Persamaan regresi berdasarkan hasil regresi pada tabel IV.6 adalah sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,6682 - 0,9234\text{ROA} - 0,2524\text{SGR} - 5,6855\text{BR} + 31,1309\text{ROA}*\text{BR} + 8,8563\text{SGR}*\text{BR} - 0,0081\text{SIZE} - 0,0336\text{DFL} - 0,0311\text{CR}$$

Tabel IV.5 Hasil Uji Regresi *Random Effect Model* tanpa Variabel Moderasi

Dependent Variable: DPR
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 08/13/17 Time: 15:59
 Sample: 2011 2015
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 19
 Total panel (balanced) observations: 95
 Swamy and Arora estimator of component variances

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 0.527161 | 0.097761 | 5.392353 | 0.0000 |
| ROA | -0.119261 | 0.106263 | -1.122314 | 0.2647 |
| SGR | -0.060221 | 0.035746 | -1.684684 | 0.0956 |
| SIZE | -0.007887 | 0.003601 | -2.190112 | 0.0311 |
| DFL | -0.029678 | 0.010649 | -2.786809 | 0.0065 |
| CR | -0.035814 | 0.014781 | -2.422987 | 0.0174 |

Weighted Statistics

| | | | |
|--------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.218155 | Mean dependent var | 0.125026 |
| Adjusted R-squared | 0.174232 | S.D. dependent var | 0.090141 |
| S.E. of regression | 0.081913 | Sum squared resid | 0.597166 |
| F-statistic | 4.966673 | Durbin-Watson stat | 2.076689 |
| Prob(F-statistic) | 0.000467 | | |

Sumber: Hasil Output Eviews 9 (data diolah peneliti)

Tabel IV.6 Hasil Uji Regresi *Random Effect Model* dengan Variabel Moderasi

Dependent Variable: DPR
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 08/13/17 Time: 16:18
 Sample: 2011 2015
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 19
 Total panel (balanced) observations: 95
 Swamy and Arora estimator of component variances

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---------------------|-------------|--------------------|-------------|----------|
| C | 0.668212 | 0.112220 | 5.954508 | 0.0000 |
| ROA | -0.923398 | 0.408925 | -2.258111 | 0.0265 |
| SGR | -0.252364 | 0.093990 | -2.685020 | 0.0087 |
| BR | -5.685542 | 1.661192 | -3.422567 | 0.0010 |
| ROA*BR | 31.13099 | 14.74035 | 2.111957 | 0.0376 |
| SGR*BR | 8.856340 | 3.538437 | 2.502896 | 0.0142 |
| SIZE | -0.008141 | 0.003894 | -2.090900 | 0.0395 |
| DFL | -0.033596 | 0.010306 | -3.259760 | 0.0016 |
| CR | -0.031074 | 0.015230 | -2.040350 | 0.0444 |
| Weighted Statistics | | | | |
| R-squared | 0.298297 | Mean dependent var | | 0.108137 |
| Adjusted R-squared | 0.233022 | S.D. dependent var | | 0.086866 |
| S.E. of regression | 0.076075 | Sum squared resid | | 0.497717 |
| F-statistic | 4.569872 | Durbin-Watson stat | | 2.012197 |
| Prob(F-statistic) | 0.000115 | | | |

Sumber: Hasil Output Eviews 9 (data diolah peneliti)

a. **Hasil Uji Hipotesis (Signifikansi Parsial)**

Uji t merupakan pengujian yang digunakan untuk mengetahui bagaimana pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Uji t digunakan untuk menguji hipotesis pada koefisien regresi secara individu (variabel). Penentuan hasil penerimaan atau penolakan hipotesis dilakukan berdasarkan nilai probabilitas:

- a. Apabila nilai probabilitas ($p\text{-value}$) $\leq 0,05$ maka hipotesis nol (H_0) ditolak. Yang berarti variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.
- b. Apabila nilai probabilitas ($p\text{-value}$) $> 0,05$ maka hipotesis nol (H_0) diterima. Yang berarti variabel independen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

Tabel IV.7 Hasil Uji t (Parsial)

| Variabel | Koefisien | t-Statistic | Probabilitas | Keterangan |
|----------|-----------|-------------|--------------|----------------|
| ROA | -0.923398 | -2.258111 | 0.0265 | H_0 diterima |
| SGR | -0.252364 | -2.685020 | 0.0087 | H_0 ditolak |
| ROA*BR | 31.13099 | 2.111957 | 0.0376 | H_0 ditolak |
| SGR*BR | 8.856340 | 2.502896 | 0.0142 | H_0 ditolak |

Sumber: Data diolah peneliti

a. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Pada tabel IV.6 dapat terlihat pengaruh negatif signifikan antara profitabilitas dan kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien sebesar -0,9234 dan nilai probabilitas pada 0,0265. Hal ini berarti bahwa semakin banyak nilai profitabilitas yang dihasilkan akan mengakibatkan dividen yang dibagikan semakin sedikit, begitupun sebaliknya semakin sedikit nilai profitabilitas yang dihasilkan akan mengakibatkan dividen yang dibagikan semakin banyak.

Ketika perusahaan melihat prospek peluang investasi yang baik, perusahaan cenderung akan menggunakan dana dari *retained earnings* untuk direinvestasikan kembali sebagai bentuk dari ekspansi usaha

ataupun pada bentuk investasi menguntungkan lainnya dibandingkan harus dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham.

Hasil yang negatif ini dijelaskan oleh *Pecking Order Theory* bahwa perusahaan ingin menahan laba atau pendapatannya lebih banyak untuk menghindari biaya pengungkapan informasi yang tinggi berupa *agency cost* karena adanya *agency problem*, dengan demikian semakin tinggi profit yang dihasilkan perusahaan, semakin rendah tingkat dividen yang dibayarkan¹. Maka dari itu, penelitian ini kontradiktif dengan hasil penelitian Widhichayono dan Sudiyatno (2015) yang menyatakan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan.

b. Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Kebijakan Dividen

Pada tabel IV.6 dapat terlihat pengaruh negatif signifikan antara *growth opportunity* dan kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien sebesar -0,2524 dan nilai probabilitas pada 0,0087. Hal ini berarti bahwa semakin besar peluang suatu perusahaan untuk bertumbuh akan mengakibatkan dividen yang dibagikan semakin kecil, begitupun sebaliknya semakin kecil peluang suatu perusahaan untuk bertumbuh akan mengakibatkan dividen yang dibagikan semakin besar.

Hasil yang negatif ini dijelaskan oleh *Residual Theory* bahwa perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan cepat cenderung jarang

¹ Nguyễn Thị Huyền, *Factors Affecting the Dividend Payment Policy of the Listed Companies on the Ho Chi Minh Stock Market*. Vietnam Economist Annual Meeting, 2016, hlm. 20.

membayarkan dividen dan memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih rendah, dibandingkan perusahaan yang pertumbuhannya sudah lambat karena ukurannya sudah besar. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menahan pendapatannya untuk membiayai proyek-proyek investasi yang layak, sehingga rasio pembayaran dividennya kecil. Sedangkan perusahaan yang sudah besar tidak terlalu banyak lagi membiayai proyek-proyek investasi, sehingga banyak menggunakan pendapatannya untuk membayarkan dividen.

Apabila dilihat dari hasil statistik deskriptif dalam penelitian ini, lebih dari 50% perusahaan sektor properti, real estate, dan konstruksi bangunan di Indonesia berukuran kecil atau dengan kata lain masih mengalami tingkat pertumbuhan yang tinggi. Pada konsep *business life cycle*, perusahaan sektor tersebut berada pada fase pertumbuhan (*growth*), yang ditandai dengan penjualan dan laba yang meningkat². Dengan demikian, perusahaan-perusahaan ini akan cenderung menahan pendapatannya untuk membiayai proyek-proyek investasi dan mengurangi pembayaran dividen. Oleh sebab itu, hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Abbas (2016) yang menemukan bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

² Budi Kho, "Pengertian Siklus Hidup Produk (Product Life Cycle)", diakses dari <http://www.ilmumanajemenindustri.com/pengertian-siklus-hidup-produk-product-life-cycle/> pada tanggal 8 Agustus 2017

c. Pengaruh Risiko Bisnis sebagai Pemoderasi Hubungan Profitabilitas dan *Growth Opportunity* terhadap Kebijakan Dividen

Pada hasil penelitian ini dapat terlihat pengaruh positif dan signifikan risiko bisnis sebagai pemoderasi antara profitabilitas dengan kebijakan dividen dan juga antara *growth opportunity* dengan kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien risiko bisnis sebesar 31,1310 dan nilai probabilitasnya sebesar 0,0376 sebagai pemoderasi antara profitabilitas dengan dividen, sementara untuk pemoderasi antara *growth opportunity* dengan kebijakan dividen nilai koefisiennya sebesar 8,8563 dan nilai probabilitasnya sebesar 0,0142.

Berdasarkan hasil regresi tersebut menunjukkan bahwa risiko bisnis mampu menguatkan pengaruh profitabilitas dan *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen, dilihat dari:

- 1) Nilai signifikansi ROA.BR sebesar $0,0376 < 0,05$, dan nilai signifikansi SGR.BR sebesar $0,0142 < 0,05$ yang berarti bahwa risiko bisnis merupakan variabel pemoderasi hubungan antara profitabilitas dan *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen.
- 2) Nilai *R-Squared* sesudah dimasukkan BR sebesar $0.2983 >$ nilai *R-Squared* sebelum dimasukkan BR sebesar 0.2182 yang berarti bahwa risiko bisnis mampu menguatkan pengaruh profitabilitas dan *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Musiega (2013) yang menyatakan bahwa risiko bisnis mampu menguatkan pengaruh antara profitabilitas dan *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen.

Alasannya yaitu, perusahaan dengan EBIT yang tinggi memiliki risiko yang lebih rendah dan prospek pertumbuhan yang tinggi. Oleh karena itu, hasil penelitian Musiega (2013) menunjukkan bahwa perusahaan dengan nilai EBIT yang lebih tinggi memiliki risiko yang lebih rendah, maka perusahaan akan membayarkan dividen yang lebih tinggi.

d. Pengaruh Variabel Kontrol Ukuran Perusahaan, *Financial Leverage*, dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Pada tabel IV.6 dapat terlihat pengaruh negatif signifikan antara ketiga variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, *financial leverage*, dan likuiditas dengan kebijakan dividen. Ukuran perusahaan memiliki nilai koefisien sebesar -0,0081 dan nilai probabilitas pada 0,0395; nilai koefisien *financial leverage* sebesar -0,0336 dan nilai probabilitas pada 0,0016; serta nilai koefisien likuiditas sebesar -0,0311 dan nilai probabilitas pada 0,0444.

Ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan, hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Gugler dan Yurtogul dalam Adhiputra (2010) yang menjelaskan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, perusahaan cenderung mengurangi pembagiannya. Kemungkinan hal ini disebabkan oleh *agency conflict* karena pada perusahaan yang besar, manajemen mampu memanfaatkan *cash flow* untuk kepentingan pribadi karena pemegang saham tidak mampu mengendalikan manajemen.

Financial leverage juga menunjukkan hasil yang negatif dan signifikan, hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Jannati (2012) yang menjelaskan bahwa semakin tinggi *financial leverage* menunjukkan semakin besar kewajiban yang dimiliki perusahaan. Maka dari itu, *leverage* dapat memengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, yang artinya semakin besar kewajiban perusahaan akan menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen.

Demikian juga dengan variabel likuiditas yang menunjukkan pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Astiti dkk (2017) yang menjelaskan bahwa pengaruh likuiditas yang negatif disebabkan karena perusahaan ingin fokus pada pengembangan aset perusahaan, sehingga dana yang ada digunakan untuk pengembangan aset perusahaan daripada dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham.

b. Koefisien Determinasi

Penelitian ini menggunakan banyak variabel, sehingga yang lebih relevan untuk dievaluasi adalah nilai *adjusted R-Squared*. *R-Squared* digunakan untuk mengukur kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Berdasarkan tabel IV.6 diperoleh nilai *R-Squared* sebesar 0.298297, artinya 29,83% perubahan DPR dipengaruhi oleh variabel-variabel penentu dalam model, sedangkan sisanya sebesar 70,17% dipengaruhi oleh variabel lain yang ada di luar model. Nilai koefisien determinasi yang diukur

dengan menggunakan *adjusted R-Squared* yaitu sebesar 0,233022. Nilai tersebut menunjukkan bahwa variabel-variabel independen, moderasi, dan kontrol yaitu ROA, SGR, BR, *Size*, DFL, dan CR dalam model regresi dapat menjelaskan variabel dependennya (DPR) sebesar 23,30%, sedangkan 76,70% sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak termasuk ke dalam model.

