

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk melihat gambaran umum dari data yang digunakan. Berikut ini adalah tabel statistik deskriptif yang menunjukkan nilai rata-rata, nilai minimum dan maksimum serta standar deviasi dari setiap variabel.

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Variabel

Variabel	Rata-rata	Minimum	Maksimum	Standar Deviasi
DPR	0.4684	0.0028	4.8524	0.7873
FS	0.7782	0.3341	1.0000	0.2226
LSALES	20.7280	13.1902	24.0504	3.6068
CSHR	0.3625	0.1413	0.5453	0.1151
FCF	0.2474	-0.4342	1.2944	0.2682
GROW	0.3269	-0.0293	1.1331	0.2751

Sumber : olahan penulis

Dari tabel 4.1 di atas, maka dapat dilihat bahwa variabel DPR memiliki standar deviasi yang cukup besar karena nilai minimum dan maksimum memiliki rentang yang cukup jauh. Hal ini berarti bahwa variabilitas data cukup tinggi. Standar deviasi yang juga cukup besar juga dimiliki oleh variabel LSALES. Sedangkan variabel FS, CSHR, FCF, dan GROW memiliki nilai standar deviasi yang tidak terlalu besar. Hal ini berarti bahwa nilai minimum dan maksimum memiliki rentang yang tidak terlalu jauh yang menunjukkan bahwa variabilitas data tidak terlalu tinggi.

4.2 Analisis Hipotesis

4.2.1 Pemilihan Pendekatan Model

1. Uji Chow

Hal pertama yang dilakukan adalah melakukan uji Chow untuk memilih antara penggunaan pendekatan kuadrat terkecil (*pooled least square*) atau pendekatan efek tetap (*fixed effect*). Hasil uji Chow dapat dilihat sebagai berikut.

Tabel 4.2 Hasil Uji Chow

	RRSS	URSS	K	Chow Test	F tabel	Keputusan
DPR	48.2587	9.338024	5	11.5776	2.27	<i>Fixed Effects</i>

Sumber : olahan penulis

Dari tabel tersebut, dapat dilihat bahwa nilai Chow statistics sebesar 11.5776 lebih besar dibandingkan nilai F tabel sebesar 2.27. Oleh karena itu, pendekatan yang digunakan adalah pendekatan efek tetap.

2. Uji Hausman

Hasil uji Chow menyatakan bahwa pendekatan yang digunakan adalah pendekatan efek tetap. Langkah selanjutnya adalah melakukan Uji Hausman untuk memilih antara pendekatan efek tetap dan pendekatan efek random. Hasil uji Hausman dapat dilihat sebagai berikut.

Tabel 4.3 Hasil Uji Hausman

	Probabilita	A	Keputusan
DPR	1.0000	0.05	<i>Random Effects</i>

Sumber : olahan penulis

Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa probabilitas (*p-value*) yang diperoleh adalah 1.000. Nilai ini lebih besar daripada nilai α , maka hipotesis nol gagal ditolak. Sehingga, pendekatan yang digunakan adalah pendekatan efek random.

4.2.2 Pengujian Model dengan Menggunakan Pendekatan Efek Random

4.2.2.1 Uji Kriteria Ekonometrika

a. Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas dengan menggunakan pendekatan efek random dapat dilihat pada lampiran. Dari pengujian multikolinearitas yang dapat dilihat pada matriks korelasi antar variabel independen, terdapat gejala multikolinearitas karena beberapa variabel memiliki nilai korelasi lebih dari 0.8. Dapat dilihat ternyata terjadi beberapa gejala multikolinearitas pada variabel-variabel seperti AALI dan INDF (0.979158), AALI dan UNTR (0.907403), INDF dan UNTR (0.923333), PGAS dan PTBA (0.817215), serta PTBA dan TINS (0.810537).

Untuk mengatasi hal ini, penulis telah melakukan berbagai cara untuk mengatasi multikolinearitas seperti yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, akan tetapi masih terdapat permasalahan multikolinearitas. Oleh karena itu, untuk mengatasi hal ini Gujarati (2003) menyatakan bahwa “*do nothing*” karena walaupun koefisien dalam regresi data panel tidak dapat diestimasi dengan tingkat keakuratan yang lebih tinggi, akan tetapi kombinasi dari koefisien-koefisien tersebut dapat diestimasi dengan lebih efisien. Jadi, gejala multikolinearitas dapat diabaikan dalam penelitian ini.

b. Uji Heteroskedastisitas

Untuk mendeteksi heteroskedastisitas dalam data panel dapat dilakukan dengan menggunakan *White test* seperti yang telah dijelaskan pada bagian sebelumnya. Dalam penelitian ini, permasalahan heteroskedastisitas dapat diatasi dengan memilih *white heteroskedasticity consistent covariance* pada saat melakukan estimasi (Nachrowi, 2006). Jadi, dengan menggunakan metode tersebut, permasalahan heteroskedastisitas dianggap sudah teratasi.

c. Uji Autokorelasi

Permasalahan autokorelasi dapat dideteksi dengan menggunakan pengujian statistik *d* Durbin Watson. Dari pengujian yang dilakukan, nilai *statistic d* Durbin-Watson dengan menggunakan pendekatan efek random adalah sebesar 0.834019. Berdasarkan tabel (3.2) maka keputusannya adalah terdapat autokorelasi yang positif. Permasalahan autokorelasi dapat diatasi dengan meregresikan variabel bebas dengan autoregresif ordo 1 sampai p , sehingga gejala autokorelasi dapat dihilangkan.

4.2.2.2 Uji Kriteria Statistik

a. Uji *t*

Uji *t* dilakukan untuk melihat apakah masing-masing variabel bebas mempengaruhi variabel terikat secara signifikan atau tidak. Dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5%, berikut ini merupakan hasil uji *t* yang dilakukan.

Tabel 4.4 Hasil Ringkasan Uji Signifikansi dengan Pendekatan Efek Random

	Koefisien	Prob <i>t</i> -stat	Prob <i>F</i> -stat	R^2
FS	0.156237	0.2460	0.858445	0.053019

Universitas Indonesia

LSALES	-0.179222	0.5965
CSHR	0.026509	0.2606
FCF	1.314409	0.3012
GROW	0.726489	0.1843

Sumber : olahan penulis

Berdasarkan tabel tersebut, dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% maka dapat dilihat bahwa nilai probabilitas t-statistik dari masing-masing variabel lebih besar daripada tingkat signifikansi sebesar 5%. Hal ini berarti bahwa hipotesis nol pada uji signifikansi untuk setiap variabel bebas diterima. Artinya, variabel *focus of the firm* (FS), tingkat penjualan (LSALES), jumlah pemegang saham biasa (CSHR), arus kas bebas (FCF), dan tingkat pertumbuhan penjualan (GROW) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR) perusahaan.

b. Uji F

Berdasarkan tabel (4.4) di atas, maka dapat dilihat bahwa nilai probabilitas F-statistik dari model penelitian adalah sebesar 0.858445. Nilai ini lebih besar dibandingkan tingkat signifikansi sebesar 5%. Hal ini berarti bahwa hipotesis nol pada uji F diterima. Artinya, variabel *focus of the firm* (FS), tingkat penjualan (LSALES), jumlah pemegang saham biasa (CSHR), arus kas bebas (FCF), dan tingkat pertumbuhan penjualan (GROW) secara bersama-sama tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR) perusahaan.

c. Uji Koefisien Determinasi

Dengan melihat kembali tabel (4.4), maka dapat dilihat bahwa nilai R^2 dari model penelitian yang diperoleh dengan menggunakan pendekatan efek random cukup kecil yaitu 0.053019 (5.30%). Hal ini berarti bahwa hanya

Universitas Indonesia

sekitar 5.3% dari variasi yang terjadi pada variabel terikat (DPR) dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebasnya (FS, LSALES, CSHR, FCF, GROW). Dengan demikian, variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini belum dapat menjelaskan variabel terikatnya dengan baik.

Dari pengujian yang telah dilakukan, dapat dilihat bahwa hasil penelitian yang diperoleh dengan menggunakan pendekatan efek random tidak cukup baik dilihat dari kriteria-kriteria yang telah ditentukan. Hal ini menunjukkan bahwa pendekatan efek random tidak terlalu baik untuk digunakan. Menurut Nachrowi (2006), perlu dilakukan pengujian dengan menggunakan pendekatan lain sebagai perbandingan. Seperti yang dijelaskan sebelumnya, pemilihan pendekatan model data panel bukanlah merupakan sesuatu yang mutlak. Oleh karena itu, peneliti juga melakukan pengujian model dengan menggunakan pendekatan efek tetap.

4.2.3 Pengujian Model dengan Menggunakan Pendekatan Efek Tetap

4.2.3.1 Uji Kriteria Ekonometrika

a. Uji Multikolinearitas

Hasil uji multikolinearitas dengan menggunakan pendekatan efek tetap dapat dilihat pada lampiran. Dari pengujian multikolinearitas, ternyata juga terdapat gejala multikolinearitas karena ada beberapa variabel yang masih memiliki nilai korelasi lebih besar dari 0.8. Dapat dilihat ternyata terjadi gejala multikolinearitas pada variabel-variabel seperti AALI dan INDF (0.953180), ANTM dan TINS (0.908332), INCO dan TINS (0.884250), serta PGAS dan PTBA (0.986639). Seperti halnya pada pendekatan efek random, permasalahan multikolinearitas dapat diabaikan dengan alasan yang sama.

b. Uji Heteroskedastisitas

Seperti halnya pada pendekatan efek random, permasalahan heteroskedastisitas pada pendekatan efek tetap juga dapat diatasi dengan memilih *white heteroskedasticity consistent covariance* pada saat melakukan estimasi sehingga permasalahan heteroskedastisitas juga dianggap sudah teratasi.

c. Uji Autokorelasi

Dengan menggunakan pendekatan efek tetap, diperoleh nilai statistic d Durbin-Watson yaitu sebesar 1.75343. Dengan berpedoman kepada tabel (3.2), maka hasil pengujiannya menunjukkan bahwa nilai tersebut berada di daerah tanpa keputusan. Seperti halnya pada pendekatan efek random, permasalahan autokorelasi dapat diatasi dengan cara meregresikan variabel bebas dengan autoregresif ordo 1 sampai p , sehingga tidak ditemukan lagi gejala autokorelasi. Akan tetapi, menurut Nachrowi (2006) pendekatan efek tetap tidak membutuhkan asumsi terbebasnya model dari serial autokorelasi, sehingga permasalahan autokorelasi dapat diabaikan.

4.2.3.2 Uji Kriteria Statistik

a. Uji t

Uji t pada model dengan pendekatan efek tetap juga dilakukan untuk melihat apakah masing-masing variabel bebas mempengaruhi variabel terikat secara signifikan atau tidak. Dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5%, berikut ini merupakan hasil uji t yang telah dilakukan.

Tabel 4.5 Hasil Uji Signifikansi dengan Pendekatan Efek Tetap

	Koefisien	Prob t-stat	Prob F-stat	R ²
FS	0.154040	0.0119*	0.000000	0.891860

Universitas Indonesia

LSALES	-1.062563	0.4141
CSHR	2.824048	0.0000*
FCF	4.310851	0.0041*
GROW	-0.422377	0.3526

*signifikan pada tingkat signifikansi 5%, sumber : olahan penulis

Berdasarkan tabel (4.5) di atas, maka dapat dilihat bahwa dengan menggunakan pendekatan efek tetap, variabel FS, CSHR, dan FCF memiliki probabilita t-statistik yang lebih kecil daripada tingkat signifikansi sebesar 5%. Sehingga hipotesis nol uji signifikansi untuk variabel-variabel tersebut ditolak. Artinya, terdapat pengaruh yang signifikan dari *focus of the firm*, jumlah pemegang saham biasa, serta arus kas bebas perusahaan terhadap *dividend payout ratio*.

Sedangkan untuk kedua variabel bebas lainnya, yaitu LSALES dan GROW memiliki probabilita t-statistik yang lebih besar daripada tingkat signifikansi sebesar 5%. Oleh karena itu, hipotesis nol uji signifikansi untuk kedua variabel diterima. Hal ini berarti bahwa tingkat penjualan dan tingkat pertumbuhan penjualan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

b. Uji F

Dengan kembali berpedoman kepada tabel (4.4) di atas, maka dapat dilihat bahwa nilai probabilita F-statistik dari model penelitian dengan menggunakan pendekatan efek tetap adalah sebesar 0.000000. Berbeda dengan hasil uji F dengan menggunakan pendekatan efek random, nilai ini lebih kecil dibandingkan tingkat signifikansi sebesar 5% sehingga hipotesis nol pada uji F ditolak. Hal ini berarti bahwa variabel *focus of the firm* (FS), tingkat penjualan (LSALES), jumlah pemegang saham biasa (CSHR), arus

Universitas Indonesia

kas bebas (FCF), dan tingkat pertumbuhan penjualan (GROW) secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR) perusahaan.

c. Uji Koefisien Determinasi

Nilai R^2 dari model penelitian yang diperoleh dengan menggunakan pendekatan efek tetap menunjukkan nilai yang cukup tinggi yaitu 0.891860 (89%). Hal ini berarti bahwa sekitar 89% dari variasi yang terjadi pada variabel terikat (DPR) dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebasnya (FS, LSALES, CSHR, FCF, GROW). Dengan demikian, variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian dengan menggunakan pendekatan efek tetap telah dapat menjelaskan variabel terikatnya dengan sangat baik.

Melihat hasil yang diperoleh dari kedua pendekatan data panel yang berbeda yaitu pendekatan efek random dan pendekatan efek tetap, maka dapat dilihat bahwa hasil pengujian dengan menggunakan pendekatan efek tetap memberikan hasil interpretasi yang lebih baik dibandingkan hasil pengujian dengan menggunakan pendekatan efek random. Oleh karena itu, pendekatan yang sebaiknya digunakan adalah pendekatan efek tetap.

4.3 Analisis Hasil dan Interpretasi

Adapun hasil regresi data panel yang telah dilakukan sebelumnya dengan menggunakan pendekatan efek tetap dapat dilihat sebagai berikut.

Tabel 4.6 Ringkasan Hubungan dan Signifikansi Hasil Regresi Data Panel

		<i>Hypothesized Sign</i>	<i>Output Sign</i>	Signifikansi
Variabel Terikat	DPR			
Variabel Bebas	FS	Negatif	Positif	Ya

Universitas Indonesia

LSALES	Positif	Negatif	Tidak
CSHR	Positif	Positif	Ya
FCF	Positif	Positif	Ya
GROW	Negatif	Negatif	Tidak

Sumber : Holder, dkk (1998), diolah lebih lanjut

4.3.1 Variabel – variabel yang Tidak Signifikan Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*

a. LSALES Tidak Signifikan Mempengaruhi DPR

Dugaan awal bahwa LSALES memiliki hubungan yang positif dengan DPR ternyata tidak terbukti. Hasil penelitian menunjukkan bahwa LSALES berhubungan negatif dengan DPR. Artinya, ketika terjadi peningkatan penjualan perusahaan maka besarnya *dividend payout ratio* akan berkurang. Tingkat penjualan yang tinggi belum tentu dapat menghasilkan laba bersih yang besar. Besarnya laba bersih juga ditentukan oleh biaya-biaya lain yang timbul dalam perusahaan. Oleh karena itu, walaupun tingkat penjualan perusahaan mengalami peningkatan akan tetapi apabila tidak dibarengi dengan efisiensi maka akan mengakibatkan laba bersih yang dihasilkan menjadi lebih kecil yang berakibat kepada menurunnya besaran *dividend payout ratio*.

Hubungan antara LSALES dan DPR yang tidak signifikan menunjukkan bahwa perubahan pada LSALES tidak dapat menangkap pergerakan besaran DPR. Hal ini dapat dikarenakan peningkatan tingkat penjualan setiap tahunnya tidak terlalu besar. Sehingga, besarnya *dividend payout ratio* tidak banyak berubah dan tidak terlalu terpengaruh dengan adanya perubahan tingkat penjualan perusahaan.

b. GROW Tidak Signifikan Mempengaruhi DPR

Hasil penelitian menunjukkan bahwa GROW berhubungan negatif dengan DPR. Hasil ini konsisten dengan dugaan awalnya. Hubungan yang negatif berarti

bahwa ketika terjadi peningkatan dalam tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan akan mengakibatkan besaran *dividend payout ratio* menjadi berkurang. Hal ini konsisten dengan teori awal menurut Higgins (1981) yang menyatakan bahwa perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi membutuhkan pembiayaan eksternal karena modal kerja yang dibutuhkan biasanya melebihi tambahan arus kas dari penjualan yang baru. Hal ini akan mengakibatkan berkurangnya besaran *dividend payout ratio* perusahaan.

Hubungan antara GROW dan DPR yang tidak signifikan menunjukkan bahwa perubahan pada GROW tidak dapat menangkap pergerakan besaran DPR. Hal ini dikarenakan peningkatan tingkat pertumbuhan penjualan setiap tahunnya tidak terlalu besar. Sehingga, besarnya *dividend payout ratio* tidak banyak berubah dan tidak terlalu terpengaruh dengan adanya perubahan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan.

4.3.2 Variabel–Variabel yang Signifikan Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*

a. FS Signifikan Mempengaruhi DPR

FS berhubungan positif dan signifikan dengan DPR. Hasil ini tidak konsisten dengan dugaan awal yang menyatakan bahwa FS memiliki hubungan yang negatif dengan DPR. Hubungan yang positif berarti bahwa ketika terjadi peningkatan pada tingkat kefokusannya perusahaan maka akan mengakibatkan besarnya *dividend payout ratio* juga mengalami peningkatan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa jika terjadi kenaikan pada nilai *focus of the firm* sebesar 1 satuan, maka besarnya *dividend payout ratio* akan mengalami kenaikan sebesar 0.154040 satuan. Hubungan yang signifikan menunjukkan bahwa variabel FS mampu menangkap pergerakan DPR.

Hubungan yang positif ini dapat dikarenakan *spillover effect* yang dimiliki perusahaan tidak terlalu besar. *Spillover effect* yang tidak terlalu besar menunjukkan bahwa tidak ada lini bisnis perusahaan yang terlalu mempengaruhi *implicit claim* lini

bisnis lainnya dalam perusahaan. Sehingga, perusahaan tidak perlu mengalokasikan terlalu banyak biaya untuk mengatasi *implicit claim* perusahaan. Hal ini tentunya dapat meningkatkan besaran *dividend payout ratio* perusahaan karena perusahaan memiliki lebih banyak dana untuk dibayarkan sebagai dividen.

b. CSHR Signifikan Mempengaruhi DPR

CSHR memiliki hubungan yang positif dan signifikan dengan DPR. Hasil ini konsisten dengan dugaan awal. Hubungan yang positif berarti bahwa ketika jumlah pemegang saham biasa perusahaan mengalami peningkatan, maka besarnya *dividend payout ratio* perusahaan juga akan mengalami peningkatan. Hubungan yang signifikan menunjukkan bahwa variabel CSHR mampu menangkap pergerakan DPR. Hasil penelitian menunjukkan bahwa jika jumlah pemegang saham biasa mengalami kenaikan sebesar 1 satuan, maka besarnya *dividend payout ratio* akan mengalami kenaikan sebesar 2.824048 satuan.

Hubungan yang positif ini sesuai dengan teori biaya agensi (Jensen, 1986) yang menyatakan bahwa semakin banyak jumlah pemegang saham akan memberikan kontrol yang lebih baik atas kinerja manajer. Kontrol yang baik ini akan meningkatkan kinerja perusahaan dan meminimalisir biaya agensi yang pada akhirnya meningkatkan dana perusahaan yang akan dibayarkan sebagai dividen.

c. FCF Signifikan Mempengaruhi DPR

FCF memiliki hubungan yang positif dan signifikan dengan DPR. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan dugaan awal. Hubungan yang positif berarti bahwa ketika arus kas bebas yang dimiliki perusahaan mengalami peningkatan, maka besarnya *dividend payout ratio* juga akan mengalami peningkatan. Hubungan yang signifikan menunjukkan bahwa variabel FCF mampu menangkap pergerakan DPR. Hasil penelitian menunjukkan bahwa jika arus kas bebas perusahaan mengalami

Universitas Indonesia

kenaikan sebesar 1 satuan, maka besarnya *dividend payout ratio* akan mengalami kenaikan sebesar 4.310851 satuan.

Seperti halnya dengan variabel CSHR Hubungan yang positif ini sesuai dengan teori biaya agensi. Perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang jumlahnya cukup tinggi akan memiliki biaya agensi tinggi pula. Oleh karena itu, *dividend payout ratio* yang cukup tinggi dibutuhkan untuk mengurangi biaya agensi perusahaan.

4.3.3 Analisis Konstanta Model

Analisis konstanta model berguna untuk menganalisis perbedaan perilaku yang mungkin terjadi antar unit observasi. Konstanta (*intercept*) merupakan nilai estimasi dari variabel terikat ketika variabel-variabel bebasnya memiliki nilai 0. Penggunaan metode regresi dengan data panel memungkinkan adanya pemodelan perilaku tiap-tiap unit observasi yang berbeda. Dengan demikian, dengan menggunakan metode ini dapat dilihat apakah ada perbedaan perilaku perusahaan dalam hal pembayaran dividen karena pada kenyataannya sangat mungkin kebijakan dividen satu perusahaan berbeda dengan kebijakan dividen perusahaan lainnya. Perbedaan perilaku dari setiap perusahaan ini tercermin dari konstanta masing-masing unit observasi yang diperoleh dari hasil penelitian.

Untuk melakukan analisis konstanta ini, maka perusahaan dibedakan menurut sektor masing-masing.

Tabel 4.7 Jumlah Unit Observasi per Sektor

Sektor	Jumlah Perusahaan
Pertanian	1
Pertambangan	6
Industri barang konsumsi	1
Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi	2

Universitas Indonesia

Total	10
--------------	-----------

Sumber : olahan penulis

Adapun nilai konstanta dari masing-masing perusahaan adalah sebagai berikut.

Tabel 4.8 Konstanta Unit-Unit Observasi

Perusahaan	Konstanta	Sektor
AALI	-2.985907	Pertanian
ANTM	-4.465787	Pertambangan
BLTA	-3.435604	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi
INCO	20.13921	Pertambangan
INDF	-9.585650	Industri Barang Konsumsi
MEDC	20.35444	Pertambangan
PGAS	-5.311313	Pertambangan
PTBA	-2.988775	Pertambangan
TINS	-4.033359	Pertambangan
UNTR	-7.687253	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi

Sumber : olahan penulis

1. Sektor Pertanian

Hanya ada satu perusahaan yang termasuk sektor pertanian yang memenuhi kriteria penelitian yaitu AALI yang bergerak di bidang perkebunan. AALI memiliki konstanta sebesar -2.985907.

2. Sektor Pertambangan

Untuk sektor pertambangan terdapat enam perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian, yaitu ANTM, INCO, MEDC, PGAS, PTBA, dan TINS.

Universitas Indonesia

ANTM memiliki konstanta sebesar -4.465787. INCO memiliki konstanta sebesar 20.13921. MEDC memiliki konstanta sebesar 20.35444. PGAS memiliki konstanta sebesar -5.311313. PTBA memiliki konstanta sebesar -2.988775. Sedangkan TINS memiliki konstanta sebesar -4.033359. Dapat dilihat bahwa terdapat rentang konstanta yang cukup lebar.

3. Sektor Industri Barang Konsumsi

Pada sektor ini, hanya ada satu perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian, yaitu INDF yang bergerak di bidang makanan dan minuman. INDF memiliki konstanta sebesar -9.585650.

4. Sektor Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi

Untuk sektor ini, terdapat 2 perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian, yaitu BLTA dan UNTR. Kedua perusahaan ini bergerak di bidang transportasi. BLTA memiliki konstanta sebesar -3.435604 sedangkan UNTR memiliki konstanta sebesar -7.687253.

Analisis konstanta yang telah dilakukan menunjukkan bahwa terdapat perbedaan kebijakan dividen yang diterapkan perusahaan yang satu dengan kebijakan dividen yang diterapkan perusahaan. Dapat dilihat bahwa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam sektor yang sama pun memiliki perilaku pembayaran dividen yang tidak sama karena nilai konstanta cenderung berbeda. Adanya perbedaan karakteristik masing-masing perusahaan diduga dapat menyebabkan adanya perbedaan perilaku pembayaran dividen.

4.4 Analisis Kebijakan Dividen Pada Saat Setelah Krisis Finansial 2008

Dalam penelitian ini juga akan dianalisis bagaimana kebijakan dividen perusahaan-perusahaan LQ-45 pada saat setelah krisis finansial yang terjadi pada bulan September 2008. Hal ini dimaksudkan untuk menguji apakah faktor-faktor

yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan yang telah dibuktikan pada bagian sebelumnya masih relevan atau tidak pada saat setelah krisis keuangan terjadi.

Untuk melakukan analisis ini, metode data panel yang sebelumnya digunakan untuk menganalisis model penelitian pada kondisi normal (2004-2007) tidak dapat digunakan karena penelitian ini hanya dilakukan dalam 1 periode observasi yaitu tahun 2008. Oleh karena itu, metode penelitian yang digunakan adalah metode regresi *cross section* karena data yang tersedia dikumpulkan dalam satu waktu terhadap banyak perusahaan.

Untuk penelitian ini, sampel yang digunakan hanya terdiri dari 9 perusahaan. Hal ini dikarenakan Medco Energi International (MEDC) tidak membayarkan dividen pada tahun 2008. Hasil estimasi dari model penelitian ini kemudian juga akan mengalami uji kriteria ekonometrika dan statistik seperti yang telah dilakukan pada penelitian sebelumnya. Berikut ini adalah hasil regresi yang diperoleh :

Tabel 4.9 Hasil Uji Signifikansi Regresi Cross Section

	Koefisien	Prob t-stat	Prob F-stat	R²
FS	0.620734	0.6722	0.707635	0.503578
LSALES	0.563148	0.3258		
CSHR	1.193798	0.7221		
FCF	2.006815	0.4733		
GROW	-0.376452	0.7184		

Sumber : olahan penulis

Berdasarkan tabel (4.9) di atas, maka dapat dilihat bahwa pada masa krisis tahun 2008, semua variabel memiliki probabilitas t-statistik yang lebih besar daripada tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa hipotesis nol untuk semua variabel dalam model penelitian diterima. Artinya, semua variabel yaitu FS, LSALES, CSHR, FCF, dan GROW tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR.

Probabilita F-statistik model penelitian adalah sebesar 0.707635. Nilai ini lebih besar daripada tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti bahwa variabel FS, LSALES, CSHR, FCF, dan GROW secara bersama-sama tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR.

Nilai R^2 dari model penelitian yang diperoleh dengan menggunakan regresi *cross section* menunjukkan nilai sebesar 0.503578 (50%). Hal ini berarti bahwa hanya sekitar 50% dari variasi yang terjadi pada variabel terikat (DPR) dapat dijelaskan oleh variabel-variabel bebasnya (FS, LSALES, CSHR, FCF, GROW) pada saat krisis keuangan 2008. Sisanya dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar variabel yang digunakan dalam penelitian. Hal ini menunjukkan bahwa variabel-variabel bebas yang digunakan dalam model penelitian belum cukup baik dalam menjelaskan DPR pada saat krisis keuangan terjadi.

Adapun hubungan antara variabel-variabel bebas (FS, LSALES, CSHR, FCF, dan GROW) dengan variabel terikat (DPR) yang diperoleh dari pengujian model penelitian pada saat periode krisis dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 4.10 Ringkasan Hubungan dan Signifikansi Hasil Regresi Cross Section

		<i>Hypothesized Sign</i>	<i>Output Sign</i>	Signifikansi
Variabel Terikat	DPR			
Variabel Bebas	FS	Negatif	Positif	Tidak
	LSALES	Positif	Positif	Tidak
	CSHR	Positif	Positif	Tidak
	FCF	Positif	Positif	Tidak
	GROW	Negatif	Negatif	Tidak

Sumber : Holder, dkk (1998), diolah lebih lanjut

Dari tabel (4.10) di atas, maka dapat dilihat bahwa variabel FS, LSALES, CSHR, dan FCF berhubungan positif dengan DPR. Hal ini berarti bahwa apabila terjadi peningkatan pada variabel-variabel tersebut maka besaran DPR juga akan

mengalami peningkatan. Sedangkan variabel GROW berhubungan negatif dengan DPR. Hal ini berarti bahwa apabila terjadi kenaikan GROW maka besaran DPR akan mengalami penurunan.

Hubungan antara variabel LSALES, CSHR, FCF, dan GROW dan DPR sesuai dengan dugaan awalnya sedangkan variabel FS memiliki hubungan yang berbeda dengan dugaan awalnya. Hubungan yang berbeda dari dugaan awalnya ini dapat dikarenakan oleh penjelasan yang sama yang telah dikemukakan pada penelitian sebelumnya (penelitian 2004-2007).

Semua variabel bebas memiliki hubungan yang tidak signifikan dengan variabel DPR. Hal ini berarti bahwa variabel-variabel bebas tersebut tidak dapat menangkap pergerakan besaran DPR. Artinya, pada saat periode krisis, pergerakan besaran DPR tidak ditentukan oleh variabel-variabel bebas yang terdapat pada model penelitian akan tetapi ditentukan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian.

Berikut ini data-data keuangan perusahaan-perusahaan pada tahun 2006 dan 2007. Data-data disajikan dalam bentuk jutaan Rupiah.

Tabel 4.11 Dividend Payout Ratio Perusahaan Tahun 2007 dan 2008

Perusahaan	2007	2008
AALI	54.49%	75.95%
ANTM	55.12%	150.06%
BLTA	10.49%	13.41%
INCO	210.22%	62.61%
INDF	25.46%	47.55%
MEDC	2.72%	0.00%
PGAS	34.00%	124.05%
PTBA	24.45%	16.23%
TINS	5.32%	66.47%
UNTR	30.73%	25.72%

Sumber : Osiris dan www.idx.co.id

Tabel 4.12 Penjualan dan Pertumbuhan Penjualan Tahun 2007 dan 2008

	2007	2008	Pertumbuhan
AALI	5,960,954	8,161,217	36.91%
ANTM	12,008,202	9,591,981	-20.12%
BLTA	3,641,773	7,005,851	92.37%
INCO	2,325,858	1,312,097	-43.59%
INDF	27,858,304	38,799,279	39.27%
PGAS	8,801,821	12,793,848	45.35%
PTBA	4,123,855	7,216,228	74.99%
TINS	8,542,393	9,053,082	5.98%
UNTR	18,165,598	27,903,196	53.60%

Sumber : Osiris dan www.idx.co.id

Tabel 4.13 Total Aset Perusahaan Tahun 2007 dan 2008

	2007	2008
AALI	5,352,986	6,519,791
ANTM	12,043,691	10,245,041
BLTA	20,668,625	24,976,324
INCO	1,887,196	1,842,584
INDF	29,706,895	39,594,264
PGAS	20,444,622	25,550,580
PTBA	3,979,181	6,106,828
TINS	5,032,712	5,785,003
UNTR	13,002,619	22,847,721

Sumber : Osiris dan www.idx.co.id

Tabel 4.14 Laba Bersih, Biaya Depresiasi, dan Biaya Bunga Perusahaan Tahun 2007-2008

	Laba Bersih		Depresiasi		Biaya Bunga	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
AALI	1,973,428	2,631,019	856,760	964,750	7,434	179
ANTM	5,132,460	1,368,139	1,891,401	2,371,060	74,315	50,346
BLTA	758,981	1,557,962	2,108,077	3,746,670	622,023	2,919,873
INCO	1,173,036	359,316	1,032,628	1,102,375	1,503	605
INDF	980,357	1,034,389	5,191,397	5,578,072	710,045	1,157,562
PGAS	1,572,565	633,859	3,307,938	5,495,334	410,060	547,212
PTBA	760,207,000	1,707,771	953,313	1,001,281	-	-
TINS	1,784,592	1,342,358	1,355,653	1,523,545	43,400	40,484
UNTR	1,493,037	2,660,742	4,149,876	5,499,590	415,281	283,117

Sumber : Osiris dan www.idx.co.id

Berdasarkan tabel (4.11) di atas, dapat dilihat bahwa besaran *dividend payout ratio* yang dimiliki oleh perusahaan-perusahaan cenderung mengalami peningkatan pada saat krisis keuangan 2008. Hanya 3 perusahaan (INCO, PTBA, dan UNTR) yang mengalami penurunan besaran *dividend payout ratio* dan 1 perusahaan (MEDC) yang tidak membayarkan dividen. Dari tabel (4.12) dan (4.13) juga dapat dilihat bahwa penjualan dan juga total aset perusahaan-perusahaan cenderung mengalami peningkatan pada tahun 2008.

Hasil ini mencerminkan bahwa walaupun terjadi krisis keuangan, kondisi keuangan perusahaan-perusahaan tersebut masih cukup bagus sehingga dapat membayarkan dividen yang lebih tinggi dibandingkan besaran dividen pada tahun 2007 sebelum terjadi krisis keuangan. Besarnya dividen yang dibayarkan ini tentunya melebihi ekspektasi dari investor. Hal ini dapat dikarenakan bahwa perusahaan ingin memberikan sinyal kepada investor bahwa walaupun terjadi krisis keuangan, perusahaan masih memiliki kondisi keuangan yang cukup baik sehingga dapat

membayarkan dividen yang lebih tinggi. Artinya, teori mengenai *signaling effect* mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan pada saat krisis keuangan terjadi.

Brickley (1983), Healy dan Palepu (1988), serta Aharony dan Dotan (1994) membuktikan bahwa peningkatan dividen menyebabkan peningkatan pendapatan perusahaan di masa mendatang. Dengan adanya sinyal baik seperti ini, investor akan membeli saham perusahaan tersebut sehingga harga sahamnya naik. Oleh karena itu, *signaling theory* lebih berpengaruh kepada kebijakan dividen perusahaan pada saat krisis keuangan.

