

BAB IV

PEMBAHASAN DAN ANALISIS

IV.1. Statistik Deskriptif

Langkah awal dari penelitian ini adalah meneliti statistik deskriptif dari data yang dipakai. Melalui analisis statistik deskriptif ini, penelitian ini akan mengambil kesimpulan bagaimana persebaran data dari sampel yang diteliti.

Tabel 4-1 Statistik Deskriptif

	DPS_t	ROA_{t-1}	DVY_{t-1}	LQT_{t-1}	STP_{t-1}
Maksimum	199.793316	0.401464	0.101853	2.654853	3.468085
Minimum	0	-0.104615	0	0.003356	-0.686957
Rata-rata	38.199246	0.078674	0.014477	0.613966	0.662436
Median	4.973011	0.071575	0.000705	0.399587	0.360390
Standar Deviasi	61.654984	0.086789	0.022573	0.598954	0.956237

Sumber: Pengolahan data oleh *Microsoft Excel*

Perusahaan-perusahaan yang diteliti memiliki ukuran yang cukup berbeda, baik dalam hal jumlah aktiva, maupun kapitalisasi pasar. Untuk variabel dependen, yakni dividen per lembar saham (DPS), nilai tertingginya adalah 199.79, dengan rata-rata 38.20 dan standar deviasi 61.65. Variabel ini memiliki data yang agak menceng, karena dari 74 observasi yang diteliti, terdapat 28 observasi yang tidak membagikan dividen.

Proksi untuk variabel kinerja / profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Return on Asset* (ROA). Dalam statistik deskriptif, ROA dari sampel yang diteliti memiliki nilai minimum -0.10 dan nilai maksimum 0.40, dengan nilai rata-rata (0.08), median (0.07), dan standar deviasi (0.09).

Variabel independen yang kedua adalah *dividend yield* (DVY). Jangkauan datanya berkisar antara 0%-10.19%. Dari 74 perusahaan yang diteliti, terdapat 36 perusahaan yang tidak membagikan dividen. Hal ini terlihat dari hasil statistik deskriptif yang menunjukkan perbedaan antara nilai rata-rata (0.014) dengan nilai median (0.001). Jadi dapat disimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan di dalam Indeks LQ 45 memiliki kebijakan dividen yang cukup beragam.

Untuk menilai likuiditas suatu perusahaan (LQT), penelitian ini memakai proksi *cash ratio*. Seperti pada tabel statistik deskriptif di atas, sampel yang diteliti memiliki *cash ratio* terendah sebesar 0.003 dan tertinggi sebesar 2.655, dengan nilai rata-rata 0.614 dan standar deviasi 0.599.

Return saham merupakan variabel independen yang keempat. Dari hasil statistik deskriptif pada Tabel 4-1 dapat dilihat bahwa sampel ini memiliki *return* saham terendah sebesar -0.69 dan tertinggi sebesar 3.47, dengan nilai rata-rata 0.66 dan standar deviasi 0.96. Ini berarti *return* saham perusahaan-perusahaan dalam sampel sangat beragam; ada yang negatif (*capital loss*), namun ada juga yang positif sekitar 347% dalam waktu satu tahun.

IV.2. Analisa Korelasi Antar Variabel Penelitian

Sebelum masuk ke pengujian asumsi klasik, penelitian ini akan melihat terlebih dahulu korelasi antar variabel yang dipakai dalam penelitian ini. Berdasarkan tabel di bawah, penelitian ini akan mengambil kesimpulan-kesimpulan terkait dengan hubungan yang signifikan antara variabel independen dengan dependen, maupun hubungan yang signifikan antar variabel independen.

Tabel 4-2 Tabel Korelasi Antar Variabel

	DPS_t	ROA_{t-1}	DVY_{t-1}	LQT_{t-1}	STP_{t-1}
DPS_t	1.0000				
ROA_{t-1}	0.5390	1.0000			
p-value	0.0000				
DVY_{t-1}	0.5371	0.3401	1.0000		
p-value	0.0000	0.0030			
LQT_{t-1}	0.1926	0.2466	0.4373	1.0000	
p-value	0.1001	0.0342	0.0001		
STP_{t-1}	- 0.2180	0.0542	- 0.3277	- 0.2267	1.0000
p-value	0.0620	0.6466	0.0044	0.0521	

Sumber: Pengolahan data oleh program *Stata*

Pada kolom DPS dapat dilihat bahwa DPS memiliki hubungan yang positif dengan profitabilitas dan *dividend yield*; sedangkan dengan *return* saham, hubungannya adalah negatif. Hal ini sejalan dengan hipotesa yang dipakai dalam penelitian ini. Semakin tinggi kinerja suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, semakin besar pula dividen yang dibagikan. *Dividend yield* pada suatu periode tertentu berhubungan lurus dengan pembagian dividen pada periode setelahnya. Sedangkan besarnya *return* saham pada tahun tertentu akan berbanding terbalik dengan pembagian dividen satu tahun setelah itu.

Pada kolom ROA, dapat diambil kesimpulan bahwa hubungan antara profitabilitas perusahaan dengan variabel *dividend yield* dan likuiditas adalah hubungan yang signifikan positif (pada tingkat kepercayaan 95% dan 99%). Hal ini berarti bahwa pada saat ROA naik, maka *dividend yield* juga naik; dan saat ROA turun, *dividend yield*-nya juga ikut menurun. Hal ini sejalan dengan penelitian Watts (1973); Benartzi, Michaely, dan Thaler (1997); Harada dan Nguyen (2005) serta Putra (2006).

ROA memiliki hubungan yang positif dengan likuiditas. Hal ini merupakan sesuatu yang logis, karena ketika kinerja meningkat, berarti laba (pemasukan dikurangi pengeluaran) meningkat; dan ketika laba meningkat, likuiditas perusahaan pun akan meningkat. Ketika kinerja menurun, berarti laba (pemasukan dikurangi pengeluaran)

menurun; dan ketika laba tersebut menurun, likuiditas perusahaan pun akan ikut menurun, karena dipakai untuk menutupi pengeluaran.

Hubungan antara *dividend yield* (DVY) dengan likuiditas (LQT) yang searah sesuai dengan teori yang telah dijelaskan sebelumnya, di mana ketika perusahaan semakin likuid, semakin besar kemampuannya untuk membagikan dividen. Hal ini membuktikan bahwa di dalam satu periode yang sama, kebijakan dividen yang tinggi di periode tersebut didukung oleh likuiditas; sebaliknya, kebijakan dividen rendah merupakan pertanda dari rendahnya likuiditas di periode yang sama.

Untuk variabel DVY yang memiliki hubungan yang negatif dengan *return* saham di periode yang sama, hal ini sesuai juga dengan pembangunan teori yang telah dijelaskan sebelumnya tentang hubungan antara dividen dan *return* saham yang saling bertolak belakang. Hal ini terkait dengan teori *financial signaling* dan rumus *total expected return*.

Likuiditas memiliki hubungan yang negatif dengan *return* saham. *Return* saham terkait sebenarnya dengan perubahan pada valuasi saham tersebut. Valuasi saham berubah ketika terjadi perubahan pada nilai buku serta prospek yang cerah dari perusahaan. Prospek cerah di masa depan yang ditunjukkan dengan kinerja tinggi, terjadi bila perusahaan dapat mengelola aktivasinya dengan efektif dan efisien. Likuiditas yang terlalu tinggi dapat menjadi pertanda bahwa perusahaan tidak menggunakan likuiditas tersebut untuk berinvestasi kepada aset yang lebih menguntungkan, baik untuk tujuan pertumbuhan organik maupun non-organik. Manajemen modal kerja dan aktiva lancar yang optimal akan mendukung manajemen investasi dari perusahaan, yang pada akhirnya akan berdampak pada pertumbuhan perusahaan (Palepu, 2004). Jadi *return* saham yang menguntungkan terjadi bila didukung oleh manajemen keuangan yang baik pula.

IV.3. Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum melakukan uji regresi, suatu model dalam penelitian harus bebas dari Multikolinearitas, Heteroskedastisitas, dan Autokorelasi (Gujarati, 2003).

IV.3.1. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas terjadi apabila antara variabel-variabel independen dalam penelitian memiliki korelasi. Gujarati (2003) berkata bahwa multikolinearitas berarti bahwa terdapat hubungan yang sempurna, atau pasti, antara sebagian atau semua variabel penjelas dalam model regresi. Multikolinearitas dapat dibuktikan dengan melihat tabel VIF (*Variable Inflation Factor*), di mana semakin mendekati angka 10, multikolinearitas semakin besar; semakin mendekati 1, multikolinearitas semakin kecil. Pada tabel di bawah dapat dilihat bahwa VIF untuk keempat variabel independen hampir mendekati angka 1. Hal ini dapat menjadi kesimpulan, bahwa keempat variabel ini memiliki korelasi yang sangat kecil. Dengan kata lain, model ini bebas dari multikolinearitas.

Tabel 4-3 Variable Inflation Factor (VIF)

	VIF	1/VIF
ROA_{t-1}	1.19	0.837561
DVY_{t-1}	1.47	0.681417
LQT_{t-1}	1.27	0.785961
STP_{t-1}	1.18	0.848599
Mean VIF	1.28	

Sumber: Pengolahan data oleh program *Stata*

IV.3.2. Uji Heteroskedastisitas

Unsur Heteroskedastisitas dalam data sudah dihilangkan dengan fasilitas *command* yang bernama *robust* dalam program *Stata*. Heteroskedastisitas terjadi apabila varians error di dalam sampel tidak konstan. *Command* ini menghilangkan kesalahan spesifikasi dari adanya Heteroskedastisitas. Jadi, standar error setiap variabel dalam penelitian ini telah di-

treat untuk mendekati standar error populasi; atau dengan kata lain, populasi yang diregresi dalam penelitian ini sudah relatif lebih homoskedastis.

IV.3.3. Uji Autokorelasi

Gujarati (2003) menyatakan bahwa autokorelasi lebih terjadi pada data *time-series*. Sedangkan pada jenis data *cross-section*, seperti yang dipakai dalam penelitian ini, waktu tidak menjadi pengaruh buat perubahan variabel di dalamnya. Apabila pada data *cross-section* pun terjadi autokorelasi, maka yang mungkin terjadi adalah *spatial autocorrelation*. Hal ini terjadi apabila dalam satu variabel independen tertentu, data yang satu mempengaruhi data yang lain. Dalam hal ini, penelitian ini mengambil asumsi bahwa kinerja, *dividend yield*, likuiditas, dan harga saham perusahaan yang satu tidak mempengaruhi ataupun dipengaruhi oleh perusahaan lain.

IV.4. Hasil Regresi

Pada bagian ini, penelitian ini akan mengarah kepada kesimpulannya, yang merupakan tujuan dari penelitian ini. Penelitian ini bertujuan untuk melihat bagaimana manajemen perusahaan di Indonesia mengambil keputusannya terkait dengan pembagian dividen, berdasarkan kinerja, *dividend yield*, likuiditas, dan perubahan harga pasar sahamnya. Tabel 4-4 merupakan hasil dari pengolahan data. Pengolahan data yang memakai program *Stata* ini menggunakan 74 observasi. Hasil regresi ini adalah hasil setelah *treatment* untuk heteroskedastisitas yang dilakukan secara otomatis oleh program *Stata* dengan fasilitas *command*-nya, yakni *robust*; sehingga terpenuhi asumsi BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*).

Tabel 4-4 Hasil Regresi

DPS_t	<i>Coefficient</i>	<i>Robust Std. Err.</i>	$P> t $	<i>[95% Confidence Interval]</i>	
ROA_{t-1}	314.3684	71.77186	0.000	171.1874	457.5493
DVY_{t-1}	1073.887	496.271	0.034	83.85389	2063.921
LQT_{t-1}	- 12.3759	8.907858	0.169	- 30.14659	5.394785
STP_{t-1}	- 9.053622	4.254804	0.037	- 17.54172	- .5655217
<i>Constant</i>	11.51582	7.837662	0.146	- 4.119886	27.15153

Sumber: Pengolahan data oleh program *Stata*

Berdasarkan tabel hasil pengujian di atas, model hasil regresi adalah:

$$DPS_t = 11.51582 + 314.3684ROA_{t-1}^{**} + 1073.887DVY_{t-1}^* - 12.3759LQT_{t-1} - 9.053622STP_{t-1}^*$$

** signifikan pada tingkat 1%

* signifikan pada tingkat 5%

ROA_{t-1} (*Return on Asset*) / Profitabilitas

Nilai koefisien ROA dari model ini adalah 314.3684. Hal ini berarti setiap perubahan nilai 1 yang positif pada variabel ROA, DPS akan meningkat sebesar 314.3684. Dengan kata lain, ketika variabel ROA (laba berbanding total aktiva) naik sebesar satu satuan, dividen per lembar saham akan naik Rp.314.3684.

Pada uji P-value, nilai untuk ROA adalah 0.000. Nilai ini di bawah 5% (karena tingkat kepercayaan yang dipakai adalah 95%); dan semakin mendekati nol, maka nilainya semakin signifikan berhubungan dengan variabel dependen. Dengan kata lain nilai koefisien ROA sebesar 314.3684 adalah signifikan di dalam menjelaskan perubahan pada variabel DPS (dividen per lembar saham).

Dengan tingkat kepercayaan 95%, interval nilai dari koefisien ROA ini berkisar antara 171.1874 dan 457.5493.

Dapat disimpulkan bahwa hubungan antara variabel ROA dengan DPS adalah positif secara signifikan. Artinya, ketika kinerja profitabilitas suatu perusahaan dalam

Indeks LQ 45 naik, dividen per lembar saham yang dibagikan pun meningkat jumlahnya. Sebaliknya, ketika kinerja profitabilitas suatu perusahaan dalam Indeks LQ 45 turun, dividen per lembar saham yang dibagikan menurun pula.

Hubungan yang positif ini sejalan dengan pembangunan teori pada penelitian ini, yakni penelitian Watts (1973) serta Benartzi, Michaely, dan Thaler (1997), yang mengatakan bahwa perubahan dividen lebih cenderung menjelaskan apa yang *telah* terjadi ketimbang menjelaskan masa depan perusahaan. Dalam hal ini, para peneliti ini menjelaskan kaitan antara laba dengan kebijakan dividen. Penelitian tersebut membuktikan bahwa besarnya dividen dipengaruhi oleh laba periode sekarang dan satu periode sebelumnya.

Harada dan Nguyen (2005) membuktikan bahwa perubahan dividen dipengaruhi oleh perubahan pada kinerja operasional perusahaan periode sebelumnya. Mereka memakai rasio ROA (*Return on Assets*) sebagai tolok ukur kinerja operasional perusahaan, yaitu perbandingan antara laba bersih dengan total aktiva. Putra (2006) membuktikan bahwa makin besar ROA, makin besar pula dividen per lembar saham; semakin kecil ROA, semakin kecil dividen per lembar saham. Hubungan positif antara kinerja dengan dividen juga menjadi kesimpulan penelitian Niken (2007).

Sejalan dengan itu, Satwiko (2004) dalam penelitiannya yang memakai metode logit juga berkesimpulan bahwa ketika laba per saham meningkat, kebijakan dividen yang paling banyak diambil oleh perusahaan yang *listing* di Bursa Efek adalah meningkatkan dividen per lembar saham; dan ketika laba per saham turun, kebijakan dividen yang paling banyak diambil adalah menurunkan dividen per lembar saham.

DVY_{t-1} (Dividend Yield)

Nilai koefisien DVY dari model ini adalah 1073.887. Hal ini berarti setiap perubahan nilai 1 yang positif pada variabel DVY, DPS akan meningkat sebesar 1073.887. Dengan kata lain, ketika variabel DVY (dividen per lembar saham berbanding harga per lembar saham) naik sebesar satu satuan, dividen per lembar saham akan meningkat sebesar Rp.1073.887.

Pada uji P-value, nilai untuk DVY adalah 0.034. Nilai ini di bawah 5% (karena tingkat kepercayaan yang dipakai adalah 95%); dan semakin mendekati nol, maka nilainya semakin signifikan berhubungan dengan variabel dependen. Dengan kata lain nilai koefisien DVY sebesar 1073.887 adalah signifikan di dalam menjelaskan perubahan pada variabel DPS (dividen per lembar saham).

Dengan tingkat kepercayaan 95%, interval nilai dari koefisien DVY ini berkisar antara 83.85389 dan 2063.921.

Dapat disimpulkan bahwa hubungan antara variabel DVY dengan DPS adalah positif secara signifikan. Artinya, ketika *dividend yield* suatu perusahaan dalam Indeks LQ 45 naik pada periode tertentu, dividen per lembar saham yang dibagikan di periode berikutnya akan meningkat jumlahnya. Sebaliknya, ketika *dividend yield* suatu perusahaan dalam Indeks LQ 45 menurun pada periode tertentu, dividen per lembar saham yang dibagikan di periode berikutnya akan menurun pula jumlahnya.

Hubungan yang positif ini sejalan dengan kesimpulan K. V. Smith (1971) dalam teorinya "*increasing-stream hypothesis of dividend policy*", yang mengatakan bahwa terdapat kecenderungan manajemen untuk "mempermulus" arus dividen. Manajer akan berusaha keras untuk menghindari pemotongan dividen, bahkan menyesuaikan dengan keinginan investor, yakni kenaikan dividen.

Hal ini juga sejalan dengan hasil penelitian sebelumnya oleh Lintner (1956) yang mengatakan bahwa perusahaan-perusahaan memiliki target rasio pembayaran dividen. Mengacu pada target ini, perusahaan melakukan penyesuaian atas tingkat dividennya dari tahun ke tahun. Sehingga dapat disimpulkan, kebijakan dividen dari tahun ke tahun memiliki arah yang sama, yakni menuju targetnya masing-masing. Dengan kata lain, kebijakan dividen di tahun tertentu memiliki hubungan yang positif dengan kebijakan dividen di tahun setelahnya.

LQT_{t-1} (Cash Ratio) / Likuiditas

Nilai koefisien LQT dari model ini adalah -12.3759. Pada uji P-value, nilai untuk LQT adalah 0.169. Hal ini berarti nilai koefisien LQT tersebut tidak dapat menjelaskan hubungan antara LQT dengan DPS dengan signifikan, bahkan pada tingkat kepercayaan 90% / $\alpha = 10\%$ ($0.169 > 0.1$).

Dengan tingkat kepercayaan 95%, interval nilai dari koefisien ROA ini berkisar antara -33.70901 dan -2.640083.

Dapat disimpulkan bahwa hubungan antara variabel LQT dengan DPS adalah tidak signifikan. Artinya, naik turunnya likuiditas perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan tersebut.

Hubungan yang tidak signifikan ini sejalan dengan survey Brav et al. (2005) kepada 384 eksekutif keuangan di Amerika Serikat tentang kebijakan dividen, yang mendapatkan kesimpulan bahwa jumlah kas di neraca tidak menjadi bahan pertimbangan di dalam memberikan dividen. Yang paling menentukan justru adalah level dividen sebelumnya. Jika terdapat kelebihan kas – kelebihan likuiditas – mereka cenderung untuk melakukan pembelian saham kembali, ketimbang membagikan dividen. Rata-rata responden memilih pendapat "Sangat Tidak Setuju" untuk pernyataan: "Memiliki kas ekstra atau aset yang

likuid – relatif terhadap jumlah kas yang diinginkan / diperlukan – merupakan faktor penentu dalam kebijakan dividen.”

STP_{t-1} (Return Saham)

Nilai koefisien STP dari model ini adalah -9.053622. Hal ini berarti setiap perubahan nilai 1 yang positif pada variabel STP, DPS akan menurun sebesar 9.053622. Dengan kata lain, ketika variabel STP (*return* saham, yakni proporsi perubahan harga saham di satu periode ke periode lainnya) naik sebesar satu satuan, dividen per lembar saham akan turun Rp.9.053622.

Pada uji P-value, nilai untuk STP adalah 0.037. Nilai ini di bawah 5% (karena tingkat kepercayaan yang dipakai adalah 95%); dan semakin mendekati nol, maka nilainya semakin signifikan berhubungan dengan variabel dependen. Dengan kata lain nilai koefisien STP sebesar -9.053622 adalah signifikan di dalam menjelaskan perubahan pada variabel DPS (dividen per lembar saham).

Dengan tingkat kepercayaan 95%, interval nilai dari koefisien STP ini berkisar antara -17.54172 dan -.5655217.

Dapat disimpulkan bahwa hubungan antara variabel STP dengan DPS adalah negatif secara signifikan. Artinya, ketika *return* saham suatu perusahaan dalam Indeks LQ 45 naik, justru dividen per lembar saham yang dibagikan menurun jumlahnya. Sebaliknya, ketika *return* saham suatu perusahaan dalam Indeks LQ 45 turun, justru dividen per lembar saham yang dibagikan meningkat jumlahnya.

Hubungan yang signifikan ini sejalan dengan hipotesa yang keempat dari penelitian ini, yakni bahwa kebijakan dividen di satu periode tertentu dipengaruhi oleh perubahan harga saham (*return* saham) di periode sebelumnya. Pada hipotesa yang keempat ini ingin dilihat apakah terdapat fakta bahwa *financial signaling* dengan membagikan dividen,

dilakukan oleh manajemen ketika *return* sahamnya turun di periode sebelumnya. Atau sebaliknya, apabila harga saham sudah cukup tinggi di periode sebelumnya, manajemen akan mengacu pada *expected total return* dari saham perusahaannya, sehingga berpikir hanya perlu memberikan dividen untuk memenuhi ekspektasi pasar, sekalipun jumlah dividen harus diturunkan.

Di dalam penelitian lain, Baker et al. (1985) menyimpulkan bahwa salah satu faktor yang paling besar pengaruhnya terhadap kebijakan dividen perusahaan adalah usaha untuk mempertahankan atau meningkatkan harga saham. Kesimpulan ini diambil berdasarkan survey kepada CFO (*Chief Financial Officer*) dari 562 perusahaan di Bursa Saham New York.

Uji *R-Squared* dan Uji F

Nilai *R-squared* dari model yang dipakai dalam penelitian ini adalah 0.4571 (lihat Lampiran 1). Hal ini berarti keempat variabel independen yang dipakai (profitabilitas, *dividend yield*, likuiditas, dan *return* saham pada periode tertentu) dapat menjelaskan 45.71% dari perubahan kebijakan dividen (dividen per lembar saham) pada periode berikutnya. Sedangkan 54.29% dari perubahan kebijakan dividen pada periode tertentu dijelaskan oleh hal-hal yang selain keempat variabel independen tersebut.

Uji F digunakan untuk melihat apakah variabel-variabel independen secara bersama-sama menjelaskan variabel dependen. Pada pengujian statistik dengan program *Stata* didapatkan bahwa signifikansi F pada penelitian ini adalah 0.000 (lihat Lampiran 1). Hal ini berarti keempat variabel independen yang dipakai (profitabilitas, *dividend yield*, likuiditas, dan *return* saham pada periode tertentu) secara bersama-sama menjelaskan perubahan kebijakan dividen (dividen per lembar saham) pada periode berikutnya secara signifikan.