

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN PEMBAYARAN DIVIDEN DI SEKTOR KONSUMEN, PERTAMBANGAN, DAN INFRASTRUKTUR

Gilbert Sterling Octavius, Gracia Shinta S. Ugut
Universitas Pelita Harapan Executive Education Centre
Email: Sterlinggilbert613@hotmail.com

Abstrak

Kebijakan pembayaran dividen masih merupakan sebuah tanda tanya dan menjadi bahan perdebatan meskipun banyak penelitian telah dilakukan selama hampir bertahun-tahun di bidang ini. Masih banyak pertanyaan yang belum terjawab meskipun banyak teori yang telah muncul untuk menjelaskan kebijakan pembayaran dividen. Dengan sektor barang konsumsi, pertambangan, dan infrastruktur yang semuanya menampilkan tren yang berbeda di pasar saham, semakin membingungkan bagi peneliti untuk mendapatkan satu jawaban holistik. Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi rasio pembayaran dividen sektor barang konsumsi, pertambangan, dan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan unsur-unsur yang diteliti meliputi daur hidup (*life cycle*) perusahaan, aset berwujud, *leverage*, ukuran perusahaan, perusahaan, profitabilitas, dan dividen periode sebelumnya. Model penelitian diteliti pada perusahaan-perusahaan di sektor barang konsumsi, pertambangan, dan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan indeks LQ-45 tahun 2011-2019. Ada 11 perusahaan yang memenuhi kriteria inklusi dan eksklusi. Analisis data dilakukan dengan menggunakan Eviews 10. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *life cycle* dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividend payout ratio. Temuan ini menunjukkan implikasi yang berguna untuk aplikasi manajerial.

Kata kunci: *kebijakan pembayaran dividen; konsumsi; pertambangan; infrastruktur; LQ-45*

Abstract

The dividend payout policy is still a question mark and a matter of debate despite the great deal of research that has been done over many years in this area. There are still many unanswered questions even though many theories have emerged to explain dividend payout policies. With consumer goods, mining and infrastructure sectors all displaying different trends in the stock market, it is increasingly confusing for researchers to come up with one holistic answer. Therefore, the purpose of this study is to determine the factors that affect the dividend payout ratio of the consumer goods, mining, and infrastructure sectors listed on the Indonesia Stock Exchange with the elements studied including the company's life cycle, tangible assets, leverage, company size, company, profitability, and dividends for the previous period. The research model was studied in companies in the consumer goods, mining, and infrastructure sectors listed on the Indonesia Stock Exchange using the LQ-45 index in 2011-2019. There were 11 companies that met the inclusion and exclusion criteria. Data analysis was performed using Eviews 10. The results of this study indicate that the life cycle and company size have a positive and significant effect on the dividend payout ratio. These findings suggest useful implications for managerial applications.

Keywords: *dividend payout policy; consumer; mining; infrastructure; LQ-45*

1. PENDAHULUAN

Semua bisnis memiliki satu tujuan besar yaitu pengembangan nilai-nilai bagi pemegang saham. Nilai pemegang saham ini dapat diinvestasikan dalam aset operasi, penarikan hutang, pembelian saham, atau dibagikan kepada pemegang saham yang disebut juga dividen [1]. Dalam konsep yang lebih terstruktur, dividen adalah pembayaran pro rata kepada pemegang saham yang diumumkan oleh dewan direksi perusahaan [2]. Ada berbagai jenis dividen, seperti: (1) Dividen tunai bulanan, yang merupakan kebijakan pembayaran dividen yang paling umum, di mana perusahaan membayar pemegang sahamnya sekian persen dari keuntungannya sesuai dengan pembayaran terstruktur dan yang diharapkan; (2) Dividen tambahan yang dibayarkan sebagai tambahan dari dividen normal; dan (3) Dividen saham, dimana dividen dibayarkan dalam bentuk saham baru [3]. Studi ini akan berkonsentrasi pada kebijakan dividen dalam bentuk dividen tunai bulanan, yang merupakan kebijakan paling umum di Indonesia [4].

Untuk menarik calon investor untuk berinvestasi, perusahaan yang terdaftar di pasar bursa mencoba untuk mendapatkan lebih banyak sumber daya yang biasanya digunakan untuk mengembangkan dan menumbuhkan bisnis mereka. Penelitian yang dilakukan oleh Kengatharan (2019) menemukan bahwa terdapat delapan variabel yang paling berpengaruh terhadap keputusan investasi dari sudut pandang investor, seperti keberhasilan pasar masa lalu perusahaan, stabilitas perusahaan, niat baik perusahaan, reputasi bisnis perusahaan di industri, dividen yang dibayarkan, perkiraan pendapatan perusahaan dan dividen yang diharapkan [5].

Meskipun dividen dan kebijakan pembayaran dividen secara logis dapat menjadi faktor yang mempengaruhi investasi, kebijakan dividen masih kontroversial. Teka-teki ini sampai sekarang masih belum dapat ditemukan solusinya. Banyak peneliti yang berusaha mengemukakan teori-teori untuk menjelaskan kebijakan pembayaran dividen dan hubungannya dengan investasi namun tidak membuahkan hasil yang memuaskan [6][7][8].

Dalam penelitian ini, penelitian akan dibatasi dalam rentang waktu 2011 hingga 2019 karena periode ini relatif terlepas dari krisis finansial yang terjadi pada tahun 2007-2008. Tiga sektor perusahaan yang dipilih dalam penelitian ini adalah sektor konsumsi, pertambangan dan infrastruktur karena laju perkembangan mereka di bursa saham Indonesia yang beraneka ragam. Sebagai contoh, perkembangan sektor konsumsi pada tahun 2011-2019 melampaui indeks harga saham gabungan (IHSG), sektor pertambangan cenderung negatif, dan sektor infrastruktur memiliki perkembangan positif namun tidak melampaui IHSG [9]. Keanekaragaman ini mencerminkan kondisi bursa saham yang dinamis sehingga keikutsertaan ketiga sektor ini dapat merepresentasikan pengaruh kebijakan pembayaran dividen di pasar saham Indonesia.

Rumusan masalah:

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan diatas, maka rumusan masalah dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah siklus hidup (*life cycle*) perusahaan memiliki dampak positif terhadap kebijakan pembayaran dividen?
2. Apakah aset berwujud (*tangible assets*) memiliki dampak positif terhadap kebijakan pembayaran dividen?
3. Apakah *leverage* memiliki dampak negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen?
4. Apakah ukuran perusahaan memiliki dampak positif terhadap kebijakan pembayaran dividen?
5. Apakah profitabilitas memiliki dampak positif terhadap kebijakan pembayaran dividen?
6. Apakah dividen periode sebelumnya memiliki dampak positif terhadap kebijakan pembayaran dividen?

Tujuan penelitian:

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka tujuan penelitian dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Untuk mempelajari pengaruh siklus hidup suatu perusahaan terhadap kebijakan pembayaran dividen.
2. Untuk mempelajari pengaruh aset berwujud terhadap kebijakan pembayaran dividen.
3. Untuk mempelajari pengaruh *leverage* terhadap kebijakan pembayaran dividen.
4. Untuk mempelajari pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan pembayaran dividen.
5. Untuk mempelajari pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan pembayaran dividen.
6. Untuk mempelajari pengaruh dividen periode sebelumnya terhadap kebijakan pembayaran dividen.

Secara akademis, penelitian ini akan memberikan kontribusi terhadap data mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan di bursa efek Indonesia (BEI). Secara praktis, perusahaan dapat mengacu pada data pada penelitian ini untuk menentukan kebijakan pembayaran dividen terkait pengaruh siklus hidup perusahaan, aset berwujud, *leverage*, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan dividen periode sebelumnya.

2. KERANGKA PENELITIAN DAN HIPOTESIS

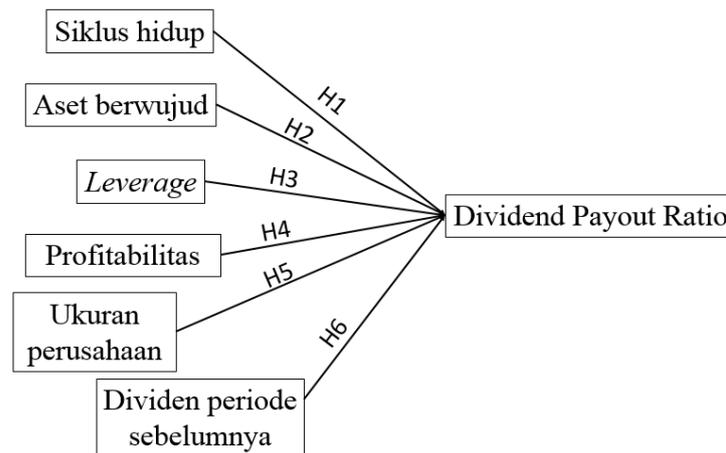
Ketika sebuah perusahaan baru saja didirikan, penting untuk menginvestasikan kembali keuntungannya untuk pertumbuhan perusahaan dan untuk mengenali peluang investasi. Sementara itu, perusahaan besar dan matang diharapkan memiliki arus kas yang besar dari investasi di tahun sebelumnya sehingga harus membayar dividen kepada pemegang sahamnya. Namun, manajer perusahaan mungkin saja tidak akan mengoptimalkan keinginan pemegang saham melalui pemberian dividen. Hal ini diperjelas oleh teori agensi (*agency theory*) yang menekankan pentingnya kontrak bisnis antara pemilik (prinsip) dan manajer (agen) [10][11]. Sehingga, bisnis yang besar dan mapan memiliki sumber pendanaan eksternal dibandingkan dengan perusahaan yang baru didirikan dan relatif kecil dan tidak dikenal. Perusahaan besar juga memiliki aset berwujud dengan jumlah yang lebih besar sehingga mereka lebih mudah untuk mendapatkan dana dari pihak eksternal. Perusahaan-perusahaan besar ini mungkin mengejar kebijakan dividen yang dinamis dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi, sementara bisnis kecil perlu mengandalkan sumber pendanaan internal yang menghasilkan pembayaran dividen yang rendah [12].

Permintaan investor untuk dividen berubah dari waktu ke waktu. Basis teori inilah yang digunakan oleh Baker dan Wurgler (2004) dalam menciptakan sebuah teori dimana dividen periode sebelumnya akan mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen. Mereka menemukan bahwa terdapat perbedaan harga saham antara bisnis yang membayar dividen dan bisnis yang tidak membayar dividen. Ketika perbedaan ini terlalu besar bagi perusahaan yang awalnya tidak memberikan saham, manajer akan merespon dengan memberikan dividen [13]. Hal yang serupa juga ditemukan oleh peneliti lain di mana kecenderungan untuk memberikan dividen akan tinggi ketika premi dividen juga tinggi [14].

Modigliani dan Miller (1961) merupakan peneliti pertama yang mengemukakan hubungan antara *leverage* dan kebijakan pembayaran dividen. Mereka mengklaim bahwa bisnis dapat mencapai keseimbangan optimal antara hutang dan ekuitas (disebut juga sebagai manfaat pajak dari hutang). Namun, terdapat juga resiko kesulitan, seperti biaya kebangkrutan, sehingga perusahaan perlu mengevaluasi manfaat dari berhutang [15]. Sebuah penelitian menemukan bahwa *leverage* menurunkan biaya agensi (*agency cost*) dan meningkatkan nilai bisnis [16].

Secara umum, perusahaan yang matang dan berpenghasilan tinggi membayar dividen, sedangkan perusahaan yang tidak membayar dividen biasanya *break-even* atau bahkan mengalami kerugian pada tahun tersebut. Sehingga, perusahaan yang mengalami kerugian akan memutuskan untuk tidak membayar dividen. Perusahaan yang menangani arus kas mereka secara efektif biasanya mampu mempertahankan dan meningkatkan pembayaran dividen dari waktu ke waktu. Peningkatan penjualan yang sehat biasanya terbayar bagi investor dalam bentuk harga saham yang lebih tinggi [17].

Dari tinjauan pustaka diatas, maka hipotesa penelitian dapat dirumuskan sebagai berikut (Gambar 1):



Gambar 1. Hipotesa penelitian

1. Siklus hidup memiliki hubungan positif dengan kebijakan pembayaran dividen.
2. Aset berwujud memiliki hubungan positif dengan kebijakan pembayaran dividen.
3. *Leverage* memiliki hubungan negatif dengan kebijakan pembayaran dividen.
4. Profitabilitas memiliki hubungan positif dengan kebijakan pembayaran dividen.
5. Ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan kebijakan pembayaran dividen.
6. Dividen periode sebelumnya memiliki hubungan positif dengan kebijakan pembayaran dividen.

3. METODE PENELITIAN

Perusahaan yang dipilih adalah perusahaan yang bergerak di sektor pertambangan, konsumsi dan infrastruktur yang menerapkan kebijakan dividen tunai setiap tahun. Perusahaan juga harus terdaftar di indeks LQ-45 dari tahun 2011-2019. Indeks LQ-45 dipilih karena indeks ini hanya memasukkan perusahaan yang memiliki perkembangan yang baik dan indeks ini relatif baru sehingga belum banyak diteliti. Untuk dapat dimasukkan dalam laporan ini, semua laporan keuangan perusahaan perlu dipublikasikan secara lengkap di situs BEI. Dalam analisis ini pengambilan sampel dilakukan dengan proses *non-randomized purposive sampling*. Definisi operasional dapat dilihat pada tabel 3.1.

Data sekunder diperoleh dari situs web BEI dan *Standard & Poor's (S&P) capital IQ database*. Perusahaan yang tidak membagikan dividen secara konsisten pada rentang tahun penelitian atau memiliki data yang tidak lengkap sesuai dengan hipotesa penelitian akan dieksklusikan.

Dalam penelitian ini, sebelas perusahaan terpilih sesuai dengan kriteria inklusi dan eksklusi yang telah ditetapkan. Sebelas perusahaan yang terpilih adalah Adaro Energy Tbk. (ADRO), Gudang Garam Tbk. (GGRM), H.M. Sampoerna Tbk. (HMSP), Indofood CBP Sukses Makmur Tbk. (ICBP), Indofood Sukses Makmur Tbk. (INDF), Indocement Tunggul Prakarsa Tbk. (INTP), Kalbe Farma Tbk. (KLBF), Bukit Asam Tbk. (PTBA), Unilever Indonesia Tbk. (UNVR), Jasa Marga (Persero) Tbk. (JSMR), Perusahaan Gas Negara Tbk. (PGAS), dan Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk. (TLKM). Sehingga, terdapat dua perusahaan dari sektor pertambangan, enam dari sektor konsumen, dan 3 dari sektor infrastruktur.

Tabel 3.1. Definisi operasional

Variabel	Definisi operasional	Skala	Rumus	Referensi
----------	----------------------	-------	-------	-----------

Kebijakan pembayaran dividen (Variabel dependen)	Rasio dari dividen per saham dibagi laba per saham	Rasio	$\frac{\text{Dividen per saham}}{\text{Laba per saham}}$	[18]
Siklus hidup (Variabel independen)	Berapa lama perusahaan telah beroperasi sejak awal berdirinya perusahaan	Interval	Ln(tahun observasi-tahun berdiri)	[19]
Ukuran perusahaan (Variabel independen)	Merupakan kemampuan perusahaan untuk memaksimalkan profitabilitas perusahaan dan pembayaran dividen	Rasio	ln(aset total)	[20]
Profitabilitas (Variabel independen)	Ekspresi logaritmik arus kas operasi	Rasio	Ln(arus kas operasi)	[20]
Aset berwujud (Variabel independen)	Rasio pabrik, properti dan peralatan terhadap nilai buku total aset	Rasio	$\frac{\text{Aset tetap}}{\text{Nilai buku aset total}}$	[19]
Dividen periode sebelumnya (Variabel independen)	Pembayaran dividen per saham tahun sebelumnya	Rasio	Ln(Dividend pada tahun berdiri-dividend pada 1 tahun sebelum tahun berdiri)	[21]
Leverage (Variabel independen)	Rasio hutang jangka panjang dibagi dengan nilai buku aset	Rasio	$\frac{\text{Hutang jangka panjang}}{\text{Nilai buku aset}}$	[22]

Analisa akan menggunakan perangkat lunak Eviews 10 dengan menggunakan model regresi data panel yang menggabungkan time series dan data series sehingga lebih merepresentasikan keadaan yang sesungguhnya [23].

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil dari data deskriptif dapat dilihat pada tabel 4.1. Dalam studi ini, kebijakan pembayaran dividen tertinggi memiliki nilai rata-rata sebesar 0.57 dengan standar deviasi (SD) \pm 0.28. Kebijakan pembayaran dividen tertinggi dicapai oleh HMSP pada tahun 2011 dengan nilai 1.49 sedangkan PTBA pada tahun 2017 memiliki kebijakan pembayaran dividen terendah dengan nilai 0.13.

Tabel 4.1. Hasil deskriptif penelitian

	DPR	TANG	PROF	LEV	AGE	SIZE	LAG
Mean	0.57	0.53	0.22	0.19	55.09	17.38	0.54
Median	0.5	0.55	0.19	0.18	50	17.47	0.5
Maksimum	1.49	0.93	0.4	0.5	106	18.72	1.49
Minimum	0.13	0.01	0.1	0.0	21	15.68	0.08
Standar deviasi	0.28	0.23	0.09	0.14	26.05	0.67	0.25
Skewness	1.03	-0.61	0.44	0.28	0.62	-0.29	0.9
Kurtosis	4.02	3,34	1.73	1.90	2.10	2.67	4.09
Jarque-Bera	21.80	6.69	9.76	6.36	9.73	1.81	18.3
Probabilitas	0.000018	0.04	0.07583	0.04	0.007714	0.40	0.000104
Jumlah	56.32	52.71	21.65	19.02	5454	1720.67	53.8
Sum square deviation	7.44	5.09	0.77	1.95	66512.18	44.16	6.24
Observasi	99	99	99	99	99	99	99

Sumber: Analisis data primer menggunakan Eviews 10; DPR, *dividend payout ratio* (kebijakan pembayaran dividen); TANG, *tangible assets* (aset berwujud); PROF, *profitability* (profitabilitas), LEV, *leverage*; AGE, *age of company* (usia); SIZE, ukuran perusahaan; LAG; *dividend of previous period* (dividend periode sebelumnya).

Uji multikolinearitas dilakukan untuk menilai apakah model regresi memiliki korelasi yang tinggi di antara variabel independen. Apabila nilai R^2 lebih tinggi dari 0.8, maka data penelitian terindikasi multikolinearitas dan hipotesis akan ditolak [23]. Dalam penelitian ini, hasil uji multikolinearitas dapat dilihat di tabel 4.2. Uji multikolinearitas menunjukkan bahwa semua nilai R^2 lebih rendah dari 0.8 sehingga multikolinearitas bukan suatu masalah yang berarti.

Tabel 4.2. Uji multikolinearitas

	AGE	LAG	LEV	PROF	SIZE	TANG
AGE	1.000000	0.568756	-0.516634	0.463042	-0.113057	0.327490
LAG	0.568756	1.000000	-0.258825	0.379399	0.094676	0.329368
LEV	-0.516634	-0.258825	1.000000	-0.179911	0.157542	-0.245421
PROF	0.463042	0.379399	-0.179911	1.000000	-0.042979	0.023082
SIZE	-0.113057	0.094676	0.157542	-0.042979	1.000000	0.633372
TANG	0.327490	0.329368	-0.245421	0.023082	0.633372	1.000000

Sumber: Analisis data primer menggunakan Eviews 10

Setelah itu, uji heteroskedastisitas dilakukan untuk memastikan semua varian itu sama dan memiliki distribusi yang merata. Apabila nilai p lebih dari 0.05, maka model dianggap homoskedastisitas. Dalam penelitian ini, hasil awal dari nilai p kurang dari 0.05 sehingga transformasi logaritmik diperlukan untuk mengatasi heteroskedastisitas [23]. Setelah dilakukan transformasi, persamaan penelitian ini homoskedastik dan dapat dilihat di tabel 4.3.

Tabel 4.3. Uji heteroskedastisitas

	Nilai	d.f.	Probabilitas
<i>Likelihood ratio</i>	13.38856	11	0.2687

Sumber: Analisis data primer menggunakan Eviews 10

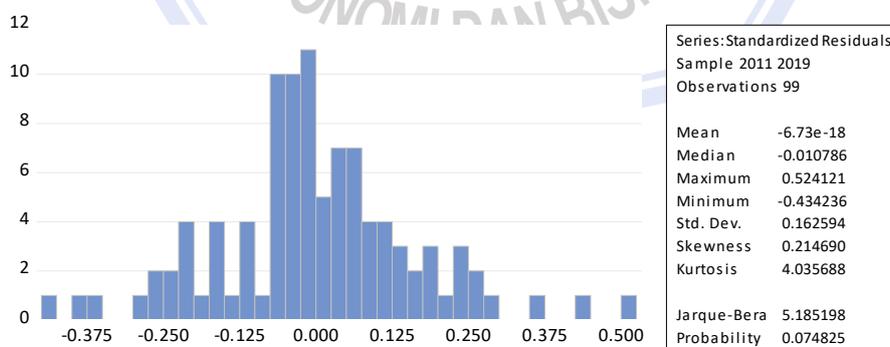
Uji Durbin-Watson (DW) digunakan untuk menilai apakah terdapat autokorelasi. Sebuah model regresi dianggap baik apabila bebas dari autokorelasi di mana hasil uji DW harus berada di antara nilai batas atas (d_U) dan $4-d_U$ [23]. Hasil penelitian ini (tabel 4.4.) menemukan hal tersebut sehingga model terbebas dari autokorelasi.

Tabel 4.4. Uji autokorelasi menggunakan uji Durbin-Watson

n	k	d_L	d_U	$4-d_L$	$4-d_U$	DW	Kesimpulan
99	6	1.5377	1.8023	2.4623	2.1977	2.1299	Tidak ada autokorelasi

Sumber: Analisis data primer menggunakan Eviews 10; n, jumlah observasi; k, konstanta variabel independen; d_L , batas bawah, d_U , batas atas; DW, Durbin-Watson.

Uji yang terakhir adalah uji normalitas yang diperlukan untuk menilai apakah data memiliki distribusi yang normal. Hal ini penting karena uji t dan uji F mengasumsikan bahwa data memiliki distribusi normal yang mengikuti nilai residual. Sebuah data dikatakan memiliki distribusi normal bila nilai p di atas 0.05 [23] dan hal ini ditemukan dalam penelitian ini (Gambar 4.1). Sehingga, distribusi data dalam penelitian ini normal.



Gambar 4.1. Uji normalitas

Terdapat tiga cara mengolah data panel yaitu dengan *common effect model* (CEM), *fixed effect model* (FEM), dan *random effect model* (REM). Uji Chow digunakan untuk menentukan apakah model dianalisa dengan CEM atau FEM. Apabila nilai p dibawah 0.05, uji Hausman perlu dilakukan untuk menentukan apakah analisa dilakukan dengan menggunakan FEM atau REM. Dalam penelitian ini,

didapatkan nilai p dibawah 0.05 sehingga uji Hausman dilakukan. Apabila nilai Hausman dibawah 0.05, maka FEM digunakan [23] dan hal ini yang ditemukan dalam penelitian kami. Sehingga, FEM digunakan untuk mengolah data sesuai dengan tabel 4.6.

Tabel 4.6. Fixed effect model dan hasil penelitian

Variabel	Koefisien	Standard Error	t-Statistik	Probabilitas
C	9.781174	3.637087	2.689288	0.0087
AGE	0.053864	0.026812	2.008949	0.0478
LAG	-0.178487	0.239346	-0.745729	0.4580
LEV	-0.472897	0.922486	-0.512633	0.6096
PROF	-1.712461	0.947726	-1.806915	0.0744
SIZE	-0.742926	0.265012	-2.803361	0.0063
TANG	0.088723	0.670777	0.132269	0.8951
<i>Cross-section fixed (dummy variables)</i>				
Root MSE	0.333002	<i>R-squared</i>		0.539479
Mean dependent variable	-0.678955	<i>Adjusted R-squared</i>		0.449622
Standard deviation dependent variable	0.493204	<i>Standard error of regression</i>		0.365896
Akaike info criterion	0.982098	<i>Sum squared residual</i>		10.97814
Schwarz criterion	1.427724	<i>Log likelihood</i>		-31.61383
Hannan-Quinn criteria	1.162399	<i>F-statistic</i>		6.003711
Durbin-Watson statistics	1.878022	<i>Probabilitas (F-statistic)</i>		0.000000

Sumber: Analisis data primer menggunakan Eviews 10

Uji F-statistik dilakukan untuk menentukan apakah variabel independen mempengaruhi variabel dependen secara bersamaan. Menurut tabel 4.6., hasil F-statistik dibawah 0.05 sehingga koefisien regresi negatif dari ukuran perusahaan, profitabilitas, *leverage*, dan dividen periode sebelumnya tidak sama dengan nol [23]. Nilai adjusted R² adalah 0.4496 yang berarti 44.96% dari kebijakan pembayaran dividen dapat dijelaskan oleh variabel independen yang diteliti sedangkan 55.04% sisanya dapat dijelaskan oleh variabel yang tidak diteliti dalam penelitian ini [23].

H1 diterima karena nilai p untuk variabel umur perusahaan adalah 0.0478, lebih kecil dari 0,05 dan berarti variabel umur perusahaan signifikan. Dengan demikian, semakin bertambahnya usia perusahaan, maka rasio pembayaran dividen juga akan meningkat. Yuniarsih dan Sunarto (2017) mendukung temuan tersebut bahwa umur perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen [24].

H2 ditolak dalam analisis ini karena aset berwujud memiliki hubungan positif dengan rasio pembayaran dividen, tetapi nilai-p dari uji-t tidak signifikan pada 0.05. Tariq (2015) menganalisis perusahaan non keuangan di pasar modal India dan Pakistan dan menemukan hal yang serupa bahwa aset berwujud tidak memiliki korelasi yang kuat terhadap kebijakan pembayaran dividen [25]. H3 juga ditolak dalam analisis ini karena *leverage* memiliki nilai-p yang tidak signifikan pada 0,05. Al-Najjar dan Hussainey (2009) juga menemukan bahwa *leverage* tidak memiliki hubungan negatif yang kuat dan mengindikasikan bahwa *leverage* bukan merupakan indikator rasio pembayaran dividen negatif yang signifikan. Hal ini dapat dijelaskan dengan data yang menunjukkan bahwa perusahaan yang disurvei memiliki hutang rata-rata 0.19 (tabel 4.1). Data ini mengindikasikan bahwa banyak modal yang tidak dipinjam oleh perusahaan [26].

H4 ditolak dalam analisis ini karena profitabilitas memiliki hubungan negatif dengan kebijakan pembayaran dividen, tetapi nilai-p tidak signifikan pada 0.05. Temuan koefisien negatif ini bertentangan dengan hipotesis awal kami, meskipun dapat diabaikan. Hasil ini serupa dengan Wahjudi (2019) yang menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Salah satu penjelasan temuan ini adalah bahwa bisnis yang telah memilih untuk secara berkala membayar sejumlah dividen tetap akan terus membayar dividen secara konstan walaupun profitabilitas menurun [27].

H5 diterima karena kebijakan pembayaran dividen sangat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dengan nilai p 0.0063 dan nilai ini lebih kecil dari 0.05. Oleh karena itu, H5 signifikan. Namun, koefisien yang negatif bertentangan dengan hipotesa awal. Hal ini dapat dijelaskan karena ukuran perusahaan tidak memberikan jaminan rasio pembayaran dividen. Dalam teori persinyalan, peningkatan dividend payout ratio akan memberikan respon yang positif terhadap harga saham, namun tidak serta merta berarti bisnisnya semakin besar [28].

H6 ditolak karena dividen periode sebelumnya tidak memiliki hubungan signifikan dengan kebijakan pembayaran dividen. Hasil yang serupa ditemukan juga oleh Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang menemukan bahwa dividen periode sebelumnya tidak signifikan mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen. Hal ini dapat dijelaskan karena investor lebih berorientasi pada keuntungan modal dan pengembalian terbesar yang diantisipasi dari pembelian saham daripada dividen [29].

Penelitian ini memiliki beberapa kelemahan. Kelemahan pertama dari penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang relatif matur dengan skala yang relatif besar. Oleh karena itu, kebijakan pembayaran dividen tidak dapat diekstrapolasi pada perusahaan muda yang baru memulai usahanya. Kelemahan kedua adalah penelitian yang terbatas terhadap sektor-sektor tertentu sehingga tidak merepresentasikan keseluruhan perusahaan. Kelemahan yang terakhir adalah variabel dependen yang dinilai terbatas dan belum merepresentasikan kebijakan pembayaran dividen secara menyeluruh.

5. KESIMPULAN

Penelitian ini menguji pengaruh variabel independen seperti umur, ukuran perusahaan, *leverage*, aset berwujud, profitabilitas, dan dividen periode sebelumnya terhadap variabel dependen yaitu kebijakan pembayaran dividen. Hasil penelitian kami menemukan bahwa hanya usia perusahaan dan ukuran perusahaan yang memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen (H1 dan H5 terbukti). Untuk meningkatkan produktivitas dan mengurangi biaya organisasi, manajer di perusahaan yang kecil dan sedang berkembang perlu melihat dan mencontohkan apa yang dilakukan perusahaan matur dengan baik.

Terdapat beberapa saran bagi peneliti berikutnya untuk memperbaiki dan mengembangkan hasil temuan ini. Pertama, peneliti harus memperluas pencarian mereka untuk memasukkan perusahaan yang lebih muda dengan ukuran yang relatif kecil dalam studi berikutnya untuk mengeksplorasi apakah model ini berlaku. Kedua, untuk menguji model di industri lain, penelitian di masa mendatang harus melihat pada sektor yang lebih bervariasi dan tidak terbatas pada tiga sektor yang diteliti. Terakhir, faktor-faktor lain yang dapat membenarkan kebijakan pembayaran dividen perlu dimasukkan dalam studi berikutnya. Pertimbangan lain yang tidak relevan termasuk siklus hidup perusahaan, skala, berwujud, dan profitabilitas. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan hasil, rekomendasi untuk penelitian selanjutnya adalah menggunakan variabel independen lain seperti nilai perusahaan atau pengembangan atau menggunakan berbagai parameter untuk variabel yang tidak signifikan.

DAFTAR PUSTAKA

Ahmed, I.E. (2013). *Factors Determining the Selection of Capital Budgeting Techniques*. Journal of Finance and Investment Analysis; ISSN: 2241-0996 (Online version), 2241-0988 (Print version), 2(2).

- Alas, R., Übius, U., Lorents, P., & Matsak, E. (2017). Corporate Social Responsibility In European And Asian Countries. *Jurnal Manajemen Bisnis Dan Inovasi (JMBI) UNSRAT Vol. 4 No. 1*
- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2009). The association between dividend payout and outside directorships. *Journal Of Applied Accounting Research*, 10(1), 4-19.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). *Determinants of dividend payout ratios in Ghana*. The Journal Of Risk Finance, 7(2), 136-145. <https://doi.org/10.1108/15265940610648580>.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59(3), pp. 1125-1165.
- Baker, H.K. (1999). Dividend policy issues in regulated and unregulated firms: a managerial perspective. *Managerial Finance*, 25(6),1-19.
- Black, F. (1976),. *The dividend puzzle*. Journal of Portfolio Management, Winter, pp. 5-8.
- Bostanci, F., Kadioglu, E., & Sayilgan, G. (2018). Determinants of Dividend Payout Decisions: A Dynamic Panel Data Analysis of Turkish Stock Market. *International Journal Of Financial Studies*, 6(4), 93. <https://doi.org/10.3390/ijfs6040093>
- Chay, J.B., Suh, J. (2009). Payout Policy and Cash-flow Uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93(1), pp. 88-107.
- Connelly, B., Certo, S., Ireland, R., & Reutzel, C. (2010). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Febriani, M., Margaretha, F. (2018). Factors that Determine Dividend Policy on Banking in The Indonesia Stock Exchange. *Business and Entrepreneurial Review*. 18(2): 145-64.
- Ghozali, I. & Ratmono, D., (2017). *Analisis Multivariat Dan Ekonometrika Teori, Konsep, Dan Aplikasi Dengan Eviews 10*. 2nd ed. Semarang: Undip.
- Gusni. (2017). The Determinants of Dividend Policy: A Study of Financial Industry in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*; 21(4):562-74.
- Graham, B., & Dodd, D. (1951). *Security Analysis*. New York: McGraw-Hill.
- Harvey, C.R., Lins, K.V. & Roper, A.H., (2004). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. *Journal of Financial Economics*, 74(1), pp. 3-30.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-60.
- Jordan, R. (2020). *Dividends and Dividend Policy*. Tosci.go.tz.
- Karamoy, H., & Tulung, J. E. (2020). The Effect Of Banking Risk On Indonesian Regional Development Bank. *Banks and Bank Systems*, 15(2), 130-137

- Karamoy, H., & Tulung, J. E. (2020). The Effect Of Financial Performance And Corporate Governance To Stock Price In Non-Bank Financial Industry. *Corporate Ownership & Control*, 17(2), 97-103.
- Kengatharan, L. (2019). Factors Influencing Investment Decisions in Stock Market: Evidence from individual investors in the Northern province of Sri Lanka. *1st Asia Pacific Symposium on Academic Research (APSAR-2019)*
- King'wara, R. (2015). Determinants of Dividend Payout Ratios in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(1), 48-51.
- Li, W. & Lie, E. (2006). *Dividend changes and catering incentives*. *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp. 293-308
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economics Review*, 46(2), 97-113.
- Mojambo, G. A., Tulung, J. E., & Saerang, R. T. (2020). The Influence of Top Management Team (TMT) Characteristics Toward Indonesian Banks Financial Performance During The Digital Era (2014-2018). *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*, 7(1).
- Miller, M.H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433. doi:10.1086/294442
- Mueller, D. C. (1972). A life cycle theory of the firm. *The Journal of Industrial Economics*, 199-219.
- Tandelilin, E., & Wilberforce, T. (2002). Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?. *Gadjah Mada International Journal Of Business*, IV(1).
- Tariq, A. (2015). The Joint-Determinants of Leverage and Dividend Policy: A Balanced Panel Study of Non Financial Firms of India. *European Scientific Journal*; 11(10): 311-28.
- Utami, S.E., & Gumanti, A.T. (2019). Analysis of cash dividend policy in Indonesia stock exchange. *Investment Management And Financial Innovations*, 16(3), 97-105.
- Wahjudi, E. (2019). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4-17.
- Waswa, W.C., Ndede, F.W, Jagongo, A.O. (2014). Dividend payout by agricultural firms in Kenya (An Empirical Analysis of Firms Listed On Nairobi Security Exchange). *International Journal of Business and Social Science*; 5(11): 63-74.
- Yuniarsih, I., Sunarto. (2017). Determinan Kebijakan Dividen Para Perusahaan Manufaktur (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2012-2016). *Dinamika Akuntansi, Keuangan Dan Perbankan*, 6(2), 140-152.