

BAB IV

HASIL PENELITIAN

4.1 Deskripsi Objek

Objek penelitian pada penelitian ini merupakan perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* periode 2016-2018. Berikut ini adalah deskripsi objek dalam penelitian ini, yaitu:

Jakarta Islamic Index (JII) merupakan salah satu index yang ada di Bursa Efek (BEI). Indeks yang diluncurkan pada 3 juli 2000 dengan kerja sama PT Bursa Efek Indonesia dengan PT Danareksa Investment Management dimana indeks ini ditunjukkan kepada investor yang ingin berinvestasi di pasar modal dengan ketentuan syariah. Penerbitan efek syariah telah diatur berdasarkan arahan Dewan Syariah Nasional dan Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13. Penempatan saham-saham yang masuk dalam perhitungan JII, dilakukan proses seleksi berdasarkan Daftar Efek Syariah (DES) yang dikeluarkan oleh Bapepam – LK. JII terdiri dari 30 (tiga puluh) saham perusahaan yang dianggap memenuhi syarat dan lolos proses seleksi.

Jakarta Islamic Index terdiri atas 30 jenis saham yang dipilih dari saham-saham yang sesuai dengan syariat Islam. *Jakarta Islamic Index* dimaksudkan untuk digunakan sebagai tolok ukur (*benchmark*) dalam mengukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah. Melalui indeks diharapkan dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk mengembangkan investasi dalam ekuiti secara syariah. Penentuan kriteria pemilihan saham dalam *Jakarta Islamic Index* melibatkan pihak Dewan Pengawas Syariah PT. Danareksa Investment Management. Pengkajian ulang JII dilakukan 6 (enam) bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan Januari dan Juli setiap tahunnya. Perusahaan yang mengubah lini bisnisnya menjadi tidak konsisten dengan prinsip syariah akan dikeluarkan dari indeks, diganti oleh saham emiten lain. Pengkajian

ulang ini kemudian menyebabkan adanya perubahan komposisi JII yang kemudian diumumkan pada publik setiap bulan Januari dan Juni dengan menyertakan keterangan mengenai saham yang baru masuk dalam JII dan yang telah ada di JII pada periode sebelumnya.

Perhitungan JII dilakukan oleh Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan metode perhitungan indeks yang telah ditetapkan Bursa Efek Jakarta, yaitu dengan bobot kapitalisasi pasar (*market cap weighted*). Perhitungan indeks ini juga mencakup penyesuaian-penyesuaian (*adjustment*) akibat berubahnya data emiten yang disebabkan oleh aksi korporasi. JII juga diharapkan dapat mendukung proses transparansi dan akuntabilitas saham berbasis syariah di Indonesia. JII menjadi jawaban atas keinginan investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah. Dengan kata lain, JII menjadi pemandu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi. Selain itu, JII menjadi tolak ukur kinerja (*benchmark*) dalam memilih portofolio saham yang halal.

Peraturan Bapepam – LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, jenis kegiatan utama suatu badan usaha yang dinilai tidak memenuhi syariat Islam adalah :

- a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- b. Menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli risiko yang mengandung *gharar* dan *maysir*.
- c. Memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan dan menyediakan barang dan jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzatihi*) maupun yang haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan DSN-MUI, dan barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
- d. Melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih

dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahnya oleh DSN-MUI.

Sedangkan kriteria saham yang masuk dalam katagori syariah adalah :

- a. Tidak melakukan usaha sebagaimana yang diuraikan di atas.
- b. Tidak melakukan perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang/jasa dan perdagangan dengan penawaran dan permintaan palsu.
- c. Tidak melebihi rasio keuangan sebagai berikut :
 - 1) Total hutang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 82% (hutang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total ekuitas tidak lebih dari 45% : 55%).
 - 2) Total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan (*revenue*) tidak lebih dari 10%.

4.2 Hasil Perhitungan Variabel

1. Variabel Dependensi Kebijakan Dividen (Y)

Brigham & Houston, (2010) Kebijakan dividen adalah sebuah keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Rasio pembagian dividen dikatakan baik apabila pembayaran yang dilakukan perusahaan ada pada kisaran 0% hingga 35% dapat dikatakan bahwa kisaran tersebut biasanya diamati ketika perusahaan baru saja memulai dividen, dan pada kisaran 35% hingga 55% pembayaran dividen oleh perusahaan dikatakan sehat dan sesuai dari sudut pandang investor, dan pada kisaran 55% hingga 75% rasio pembayaran dividen dianggap tinggi karena perusahaan diharapkan mendistribusikan lebih dari setengah pendapatannya sebagai dividen dan dari perspektif investor di dividen adalah sangat baik, sedangkan pada kisaran 75% hingga 95% rasio pembayaran dividen dianggap sangat tinggi yang nantinya dapat meningkatkan risiko perusahaan memotong dividennya. Perusahaan yang memiliki pembayaran dividen lebih dari 95% yang artinya mendistribusikan lebih banyak uang

dari pada menahan menjadi laba perusahaan, hal ini justru memperkirakan pendapatan yang buruk dan memungkinkan akan menghasilkan rasio pembayaran yang tidak berkelanjutan dalam tiga digit, jika begini maka hanya dua hal yang dapat terjadi yaitu dividen akan dipotong atau dihilangkan sama sekali (www.dividend.com).

Tabel 4.1
Hasil Perhitungan Variabel *Dividen Payout Ratio*

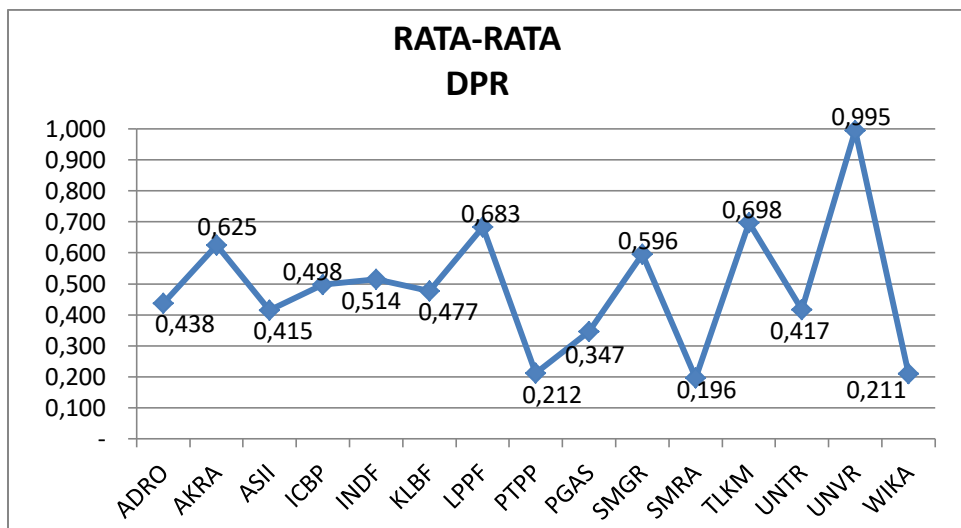
No	DPR				Rata-rata
	KODE	2016	2017	2018	
1	ADRO	0,316	0,518	0,479	0,438
2	AKRA	0,471	0,661	0,743	0,625
3	ASII	0,449	0,397	0,400	0,415
4	ICBP	0,498	0,498	0,497	0,498
5	INDF	0,498	0,499	0,545	0,514
6	KLBF	0,448	0,488	0,496	0,477
7	LPPF	0,700	0,700	0,650	0,683
8	PTPP	0,236	0,200	0,200	0,212
9	PGAS	0,439	0,296	0,305	0,347
10	SMGR	0,588	0,400	0,799	0,596
11	SMRA	0,227	0,200	0,161	0,196
12	TLKM	0,597	0,600	0,896	0,698
13	UNTR	0,400	0,450	0,400	0,417
14	UNVR	0,996	0,997	0,992	0,995
15	WIKA	0,180	0,252	0,200	0,211

Sumber : Data diolah (2020)

Berdasarkan dari tabel 4.1 hasil perhitungan variabel pada variabel dependen Kebijakan Dividen dapat terlihat pada tahun 2016 yang memiliki nilai tertinggi 0,996 terjadi pada PT. Unilever Indonesia Tbk dan nilai

terendah 0,180 terjadi pada PT. Wijaya Karya Tbk. Pada tahun 2017 yang memiliki nilai tertinggi 0,997 terjadi pada PT. Unilever Indonesia Tbk dan nilai terendah 0,200 terjadi pada PT. Pembangunan Perumahan Tbk. Pada tahun 2018 yang memiliki nilai tertinggi 0,992 terjadi pada PT. Unilever Indonesia Tbk dan nilai terendah 0,161 terjadi pada PT. Summarecon Agung Tbk.

GRAFIK 4.1
Rata-Rata *Dividen Payout Ratio*



Sumber : Data diolah (2020)

Berdasarkan grafik 4.1 diatas menunjukkan bahwa nilai rata-rata DPR tertinggi terjadi pada PT. Unilever Indonesia Tbk dengan rata-rata DPR yaitu sebesar 99,5% dan nilai rata-rata terendah terjadi pada PT. Wijaya Karya Tbk dengan rata-rata DPR yaitu sebesar 0,211. Perusahaan PT. Unilever Indonesia memiliki rata-rata rasio pembayaran dividen lebih dari 95% hal ini justru memperkirakan pendapatan yang buruk dan memungkinkan akan menghasilkan rasio pembayaran yang tidak berkelanjutan dalam tiga digit, jika begini maka hanya dua hal yang dapat terjadi yaitu dividen akan dipotong atau dihilangkan sama sekali pada tahun berikutnya, yang artinya rasio yang sangat tinggi tidak berdampak

baik bagi perusahaan ataupun bagi investor. Namun, perusahaan PT. Wijaya Karya memiliki rata-rata rasio pembayaran dividen kurang dari 35% hal ini dapat dikatakan bahwa perusahaan baru saja memulai pembayaran dividen.

2. Variabel Independen *Islamic Law* (X_1)

Perusahaan patuh syariah tidak hanya memiliki rasio payout lebih tinggi tetapi juga memiliki kemungkinan lebih tinggi untuk membayar dividen, Adanya dividen yang lebih tinggi adalah indikasi bahwa perusahaan yang mematuhi syariah diatur lebih baik daripada perusahaan yang tidak patuh pada syariah.

Tabel 4.2

Hasil Perhitungan Variabel *Islamic Law*

No	IL				Rata-rata
	KODE	2016	2017	2018	
1	ADRO	3,239	3,228	3,076	3,181
2	AKRA	3,460	3,468	3,226	3,385
3	ASII	3,376	3,331	3,292	3,333
4	ICBP	3,605	3,610	3,665	3,627
5	INDF	3,303	3,252	3,267	3,274
6	KLBF	3,746	3,757	3,723	3,742
7	LPPF	3,748	3,690	3,607	3,682
8	PTPP	3,033	2,817	2,752	2,867
9	PGAS	3,235	3,114	3,058	3,135
10	SMGR	3,539	3,488	3,488	3,505
11	SMRA	3,359	3,266	3,204	3,277
12	TLKM	3,625	3,623	3,593	3,614

13	UNTR	3,314	3,378	3,229	3,307
14	UNVR	3,777	3,817	3,801	3,799
15	WIKA	3,049	2,740	2,685	2,825

Sumber : data diolah, 2020

Berdasarkan dari tabel 4.2 hasil perhitungan variabel pada variabel independen *Islamic Law* dapat terlihat pada tahun 2016 yang memiliki nilai tertinggi 3,777 terjadi pada PT. Unilever Indonesia Tbk dan nilai terendah 3,033 terjadi pada PT. Pembangunan Perumahan Tbk. Pada tahun 2017 yang memiliki nilai tertinggi 3,817 terjadi pada PT. Unilever Indonesia Tbk dan nilai terendah 2,740 terjadi pada PT. Wijaya Karya Tbk. Pada tahun 2018 yang memiliki nilai tertinggi 3,801 terjadi pada PT. Unilever Indonesia Tbk dan nilai terendah 2,685 terjadi pada PT. Wijaya Karya Tbk. Semakin besarnya nilai Skore-I disetiap perusahaan hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki kepatuhan pada hukum islam, karena kecilnya nilai rasio hutang, rasio piutang dan rasio kas. Begitu juga sebaliknya semakin kecil nilai Skore-I pada perusahaan maka akan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut kurang patuh pada syariah islam. Dari standar tersebut dapat diketahui dari hasil perhitungan *islamic law* menggunakan Skore-I rata-rata menunjukkan angka diatas (+) 2,5 artinya hal menunjukkan masih cukup besarnya tingkat kepatuhan syariah pada hukum islam di perusahaan yang dijadikan sampel.

3. Variabel Independen *Institusional Ownership* (X_2)

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh pihak institusi atau lembaga lain. Keberadaan investor institusional dapat menunjukkan mekanisme *Corporate Governance* yang kuat yang bisa digunakan untuk memonitor manajemen perusahaan.

Tabel 4.3

Hasil Perhitungan Variabel *Institusional Ownership*

No	KI				Rata-rata
	KODE	2016	2017	2018	
1	ADRO	0,773	0,795	0,820	0,796
2	AKRA	0,586	0,585	0,586	0,585
3	ASII	0,965	0,962	0,957	0,962
4	ICBP	0,996	0,997	0,998	0,997
5	INDF	0,985	0,982	0,980	0,982
6	KLBF	0,950	0,950	0,926	0,942
7	LPPF	0,989	0,989	0,989	0,989
8	PTPP	0,316	0,933	0,669	0,639
9	PGAS	0,974	0,950	0,944	0,956
10	SMGR	0,961	0,961	0,961	0,773
11	SMRA	0,597	0,469	0,469	0,512
12	TLKM	0,994	0,994	0,994	0,994
13	UNTR	0,984	0,989	0,981	0,985
14	UNVR	0,989	0,989	0,989	0,989
15	WIKA	0,950	0,905	0,898	0,918

Sumber : data diolah, 2020

Berdasarkan dari tabel 4.3 hasil perhitungan variabel pada variabel independen *Institusional Ownership* dapat terlihat pada tahun 2016 yang memiliki nilai tertinggi 0,996 terjadi pada PT. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk dan nilai terendah 0,316 terjadi pada PT. Pembangunan Perumahan Tbk. Pada tahun 2017 yang memiliki nilai tertinggi 0,997 terjadi pada PT. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk dan nilai terendah 0,469 terjadi pada PT. Summarecon Agung Tbk. Pada tahun 2018 yang memiliki nilai tertinggi 0,998 terjadi pada PT. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk dan nilai terendah 0,469 terjadi pada PT. Summarecon Agung Tbk. Disaat semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan tinggi kontrol eksternal

terhadap perusahaan terhadap para manajer, yang artinya dengan bertambahnya pengeluaran biaya yang dilakukan oleh manajer, maka akan bertambah pula *cost* yang dikeluarkan oleh perusahaan. Ini akan berdampak pada penurunan keuntungan dan dividen yang diterima pemegang saham. Oleh karenanya, tingginya kepemilikan institusional dapat menekan biaya yang tidak diperlukan. Dari hasil perhitungan diatas menunjukan nilai rasio kepemilikan insittusional hampir seluruh perusahaan memiliki nilai diatas 95% dalam presentasi kepemilikan institusional, yang artinya angka tersebut menunjukkan bahwa kemungkinan akan menurunkan tingkat pembagian dividen pada perusahaan.

4. Variabel Independen *Managerial Ownership* (X_3)

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan dimana adanya keterlibatan antara para pemegang saham yakni para komisaris dan direksi yang berperan aktif dalam pengambilan keputusan untuk mendapatkan kesetaraan dengan para pemegang saham lainnya.

Tabel 4.4

Hasil Perhitungan Variabel *Managerial Ownership*

No	KM				Rata-rata
	KODE	2016	2017	2018	
1	ADRO	0,133	0,133	0,133	0,133
2	AKRA	0,007	0,006	0,007	0,006
3	ASII	0,000	0,000	0,001	0,000
4	ICBP	0,000	0,000	0,000	0,000
5	INDF	0,002	0,002	0,002	0,002
6	KLBF	0,000	0,000	0,001	0,000
7	LPPF	0,000	0,000	0,000	0,000
8	PTPP	0,000	0,001	0,001	0,001
9	PGAS	0,000	0,000	0,000	0,000

10	SMGR	0,000	0,000	0,000	0,000
11	SMRA	0,001	0,001	0,002	0,002
12	TLKM	0,000	0,000	0,000	0,000
13	UNTR	0,000	0,000	0,000	0,000
14	UNVR	0,000	0,000	0,000	0,000
15	WIKA	0,000	0,001	0,000	0,000

Sumber : data diolah, 2020

Berdasarkan tabel 4.4 hasil perhitungan variabel pada variabel independen *Managerial Ownership* dapat diketahui bahwa ada beberapa emiten yang mempunyai rasio kepemilikan manajerial yang lebih dari 1%, namun sebagian lagi hanya kurang dari 1%. Pada tahun 2016 yang memiliki kepemilikan manajerial yaitu PT. Adaro Energy Tbk, PT. AKR Corporindo Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk dan PT. Summarecon Agung Tbk. Pada tahun 2017 yang memiliki kepemilikan manajerial yaitu PT. Adaro Energy Tbk, PT. AKR Corporindo Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, PT. Pembangunan Perumahan Tbk, PT. Summarecon Agung Tbk dan PT. Wijaya Karya Tbk. Pada tahun 2018 yang memiliki kepemilikan manajerial yaitu PT. Adaro Energy Tbk, PT. AKR Corporindo Tbk, PT. Astra International Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, PT. Kalbe Farma Tbk PT. Pembangunan Perumahan Tbk, dan PT. Summarecon Agung Tbk. Kecilnya nilai rasio kepemilikan manajerial membuat kurangnya bentuk pengawasan terhadap kebijakan yang diambil oleh manajer perusahaan. Hal ini yang membuat seringkali kurangnya peningkatan kinerja dalam pengelolaan perusahaan dan keinginan untuk bertindak hati-hati dalam pengambilan keputusan. Dari hasil perhitungan diatas dapat menunjukkan bahwa presentasi kepemilikan manajerial sangatlah kecil, sehingga akan berpengaruh pada pengambilan keputusan dalam pembagian dividen yang akan dikeluarkan perusahaan.

5. Variabel Independen *Growth Opportunity* (X₄)

Growth opportunity yaitu seberapa besar perusahaan mampu menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi industri yang sama. *Growth Opportunity* perusahaan akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibayarkan perusahaan, ini merupakan sinyal tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang.

Tabel 4.5
Hasil Perhitungan Variabel *Growth Opportunity*

No	GO				Rata-rata
	KODE	2016	2017	2018	
1	ADRO	0,045	0,059	0,116	0,073
2	AKRA	0,041	0,063	0,185	0,096
3	ASII	0,067	0,129	0,166	0,121
4	ICBP	0,088	0,094	0,087	0,090
5	INDF	-0,105	0,070	0,098	0,021
6	KLBF	0,112	0,091	0,092	0,098
7	LPPF	0,249	0,117	-0,072	0,098
8	PTPP	0,633	0,338	0,258	0,409
9	PGAS	0,005	-0,066	0,358	0,099
10	SMGR	0,159	0,107	0,045	0,104
11	SMRA	0,109	0,041	0,076	0,075
12	TLKM	0,081	0,105	0,039	0,075
13	UNTR	0,037	0,286	0,414	0,245
14	UNVR	0,065	0,129	0,033	0,075
15	WIKA	0,586	0,586	0,297	0,490

Sumber : data diolah, 2020

Berdasarkan tabel 4.5 hasil perhitungan variabel pada variabel independen *Growth Opportunity* dapat terlihat pada tahun 2016 yang memiliki nilai tertinggi 0,633 terjadi pada PT. Pembangunan Perumahan Tbk dan nilai

terendah -0,105 terjadi pada PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. Pada tahun 2017 yang memiliki nilai tertinggi 0,586 terjadi pada PT. Wijaya Karya Tbk dan nilai terendah -0,066 terjadi pada PT. Perusahaan Gas Negara Tbk. Pada tahun 2018 yang memiliki nilai tertinggi 0,414 terjadi pada PT. United Tractors Tbk dan nilai terendah -0,072 terjadi pada PT. Matahari Departemen Store Tbk. Peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan mampu mempengaruhi berapa besar laba akan ditahan oleh perusahaan, saat nilai peluang pertumbuhan menunjukkan angka positif maka dapat dikatakan bahwa rasio pertumbuhan yang dimiliki perusahaan juga baik, namun saat angka tersebut besar maka akan mengakibatkan kecilnya jumlah pembagian dividen oleh perusahaan. Dari hasil perhitungan diatas menunjukkan ambang batas normal yang dimiliki perusahaan dalam peluang pertumbuhan. Namun, ada beberapa perusahaan yang mempunyai nilai negatif yang artinya buruknya peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan dan saat itu perusahaan dalam kondisi kinerja yang kurang baik.

4.3 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran umum dari data yang digunakan. Pengukuran analisis deskriptif dilakukan pada variabel independen *Islamic Law* (X1), *Institutional Ownership* (X2), *Managerial Ownership* (X3) dan *Growth Opportunity* (X4) serta variabel dependen Kebijakan Dividen (Y). Informasi yang akan ditampilkan dalam analisis deskriptif berupa gambaran mengenai sampel yang digunakan dalam penelitian dilihat dari rata-rata (mean), median, standar deviasi, maksimum, dan minimum yang disajikan pada tabel:

Tabel 4.6
Hasil Uji Statistik Deskriptif

Y	X1	X2	X3	X4
---	----	----	----	----

Mean	0,488022	0,095911	0,880600	0,009644	0,142133
Median	0,479000	0,065000	0,961000	0,000000	0,094000
Maximum	0,997000	0,250000	0,998000	0,133000	0,633000
Minimum	0,160000	0,001000	0,316000	0,000000	-0,105000
Std. Dev.	0,221187	0,069384	0,175203	0,033384	0,156496
Observations	45	45	45	45	45

Sumber : data diolah,2020 (hasil output Eviews)

Berdasarkan tabel diatas, jumlah pengamatan pada penelitian yaitu sebanyak 45 data dan merupakan gabungan dari 15 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016-2018. Hasil analisis statistik deskriptif seluruh pengamatan dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Variabel dependen kebijakan dividen

Variabel dependen *Dividen Payout Ratio* (Y) memiliki nilai mean dan median kebijakan dividen sebesar 0,488022 dan 0,479000. Adapun standar deviasi *dividen payout ratio* sebesar 0,221187. Hal ini menunjukkan bahwa data kebijakan dividen perusahaan tahun 2016-2018 mengelompok atau dapat dikatakan datanya cenderung tidak bervariasi.

2. Variabel independen *islamic law*

Variabel *islamic law* (X1) memiliki nilai mean dan median *islamic law* sebesar 0,095911 dan 0,065000. Adapun standar deviasi pada *islamic law* sebesar 0,069384. Hal ini menunjukkan bahwa data *islamic law* perusahaan tahun 2016-2018 bervariasi penyebarannya.

3. Variabel independen *institusional ownership*

Variabel independen *institusional ownership* (X2) memiliki nilai mean dan median *institusional ownership* sebesar 0,880600 dan 0,961000. Adapun standar deviasi *institusional ownership* sebesar 0,175203. Hal ini menunjukkan

bahwa data *institutional ownership* perusahaan tahun 2016 - 2018 bervariasi penyebarannya.

4. Variabel independen *managerial ownership*

Variabel independen *managerial ownership* (X3) memiliki nilai mean dan median *managerial ownership* sebesar 0,009644 dan 0,000000. Adapun standar deviasi pada *managerial ownership* sebesar 0,033384. Hal ini menunjukkan bahwa data *managerial ownership* perusahaan tahun 2016-2018 tidak bervariasi penyebarannya.

5. Variabel independen *growth opportunity*

Variabel independen *growth opportunity* (X4) memiliki nilai mean dan median *growth opportunity* sebesar 0,142133 dan 0,094000. Adapun standar deviasi pada *growth opportunity* sebesar 0,156496. Hal ini menunjukkan bahwa *growth opportunity* tahun 2016 - 2018 ini tidak bervariasi penyebarannya.

4.4 Estimasi Regresi Data Panel

4.4.1 *Random Effect*

Pendekatan model *random effect* merupakan estimasi data panel dimana variabel mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Perbedaan antar individu dan antar waktu diakomodasi lewat *error* (Widarjono, 2007). Hasil estimasi model *random effect* disajikan pada tabel:

Tabel 4.9

Model *Random Effect*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1,037914	0,448402	-2,314694	0,0258

X1	0,415048	0,125311	3,312144	0,0020
X2	0,135005	0,184568	0,731466	0,4688
X3	0,426299	1,226527	0,347565	0,7300
X4	0,040415	0,162603	0,248548	0,8050

Sumber : data diolah, 2020 (hasil output Eviews)

Berdasarkan tabel diatas, model persamaan untuk persamaan dengan menggunakan metode *random effect* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{DPR} = -1,03791382799 + 0,415048312481 \cdot X1 + 0,135005360698 \cdot X2 + 0,426298577308 \cdot X3 + 0,0404146143551 \cdot X4 + [CX=R]$$

4.5 Pemilihan Model Regresi Data Panel

Pemodelan yang dilakukan dalam penelitian ini menggunakan data dividen payout ratio sebagai variabel dependen.

4.5.1 Uji Hausman Test pada Random Effect

Uji *hausman* juga dilakukan untuk memilih manakah yang lebih cocok digunakan antara *fixed effect* dan *random effect*, dengan hipotesis:

$$H_0 = \text{Random Effect Model}$$

$$H_a = \text{Fixed Effect Model}$$

Kriteria pengujian yang dilakukan adalah:

H_0 diterima bila nilai Prob. *Cross-section random* > 0,05 atau

H_a diterima bila nilai Prob. *Cross-section random* < 0,05

Adapun hasil pengujian model *random effect* menggunakan uji hausman disajikan pada tabel:

Tabel 4.8

Hasil Uji Hausman

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq.	Chi-Sq. d.f.	Prob.
--------------	---------	--------------	-------

	Statistic		
Cross-section random	8,393931	4	0,0782

Sumber : data diolah, 2020 (hasil output Eviews)

Hasil uji *hausman* diatas menunjukkan bahwa probabilitas *cross-section random* sebesar $0,0782 > 0,05$ sehingga H_a diterima, maka artinya model yang tepat untuk regresi data panel adalah model *random effect*.

4.5.2 Uji *Lagrange Multiplier* pada Model *Common Effect*

Uji *lagrange multiplier* digunakan untuk mengetahui apakah model dengan pendekatan *random effect* atau dengan pendekatan *common effect*, dengan hipotesis:

H_0 = Data menggunakan model *Common Effect*

H_a = Data menggunakan model *Random Effect*

Kriteria pengujian yang dilakukan adalah:

H_0 diterima bila nilai Prob. *Cross-section Breusch-Pagan* $> 0,05$ atau

H_a diterima bila nilai Prob. *Cross-section Breusch-Pagan* $< 0,05$

Hasil pengujian model *common effect* menggunakan uji *lagrange multiplier* disajikan pada tabel di bawah:

Tabel 4.9

Uji *Lagrange Multiplier*

Lagrange multiplier (LM) test for panel data

Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both
Alternative	One-sided	One-sided	
Breusch-Pagan	8,596838	0,740764	9,337602

	(0,0034)	(0,3894)	(0,0022)
Honda	2,932036	0,860677	2,681853
	(0,0017)	(0,1947)	(0,0037)
King-Wu	2,932036	0,860677	1,841721
	(0,0017)	(0,1947)	(0,0328)
GHM	--	--	9,337602
	--	--	(0,0035)

Sumber : data diolah, 2020 (hasil output Eviews)

Hasil uji *lagrange multiplier* yang telah dilakukan dengan metode *Breusch-Pagan*, menunjukkan bahwa nilai prob. *Cross-section Breusch-Pagan* < 0,05 yakni sebesar 0.0034. Sehingga menerima H_a yang menunjukkan bahwa metode estimasi yang terbaik adalah model *random effect*.

4.6 Hasil Pemilihan Model Regresi Data Panel

Hasil uji *Hausman* dan *Lagrange Multiplier* menunjukkan bahwa model yang terbaik dalam penelitian ini adalah model *random effect*. Hasil pemilihan model disajikan pada tabel di bawah:

Tabel 4.10
Hasil Pemilihan Model

Pengujian	Hipotesis	Keputusan Akhir
Uji Hausman	<i>Fixed Effect vs Random Effect</i>	<i>Random Effect</i>
Uji LM	<i>Common Effect vs Random Effect</i>	<i>Random Effect</i>

Sumber: Data diolah (2020)

Berdasarkan tabel pemilihan model diatas, uji Hausman dan uji Lagrange Multiplier menunjukkan bahwa metode estimasi yang terbaik adalah model *random effect*, maka metode estimasi yang terbaik untuk digunakan dalam penelitian ini adalah model *random effect*.

4.7 Analisis Regresi Data Panel

Hubungan variabel variabel *Islamic Law* (X1), *Institutional Ownership* (X2), *Managerial Ownership* (X3) dan *Growth Opportunity* (X4) terhadap variabel dependen kebijakan dividen (DPR) dianalisis dengan menggunakan analisis regresi data panel. Adapun hasil estimasi persamaan yang telah dilakukan setelah melalui uji *hausman* dan uji *lagrange multiplier*, model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model *random effect* dengan hasil estimasi sebagai berikut:

Berdasarkan tabel 4.9, model persamaan untuk persamaan dengan menggunakan metode *random effect* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{DPR} = -1,03791382799 + 0,415048312481 \cdot X1 + 0,135005360698 \cdot X2 + 0,426298577308 \cdot X3 + 0,0404146143551 \cdot X4 + [CX=R]$$

Persamaan tersebut menjelaskan bahwa:

- a. Nilai konstanta a sebesar -1,037914, artinya jika tidak ada variabel *islamic law*, *institutional ownership*, *managerial ownership* dan *growth opportunity* sebesar 0 di dalam model regresi maka kebijakan dividen (dpr) yang dihasilkan sebesar -1,037914.
- b. Nilai koefisien variabel *islamic law* sebesar 0,415048 bertanda positif. Artinya apabila variabel *islamic law* mengalami kenaikan sebesar 1 satuan sementara variabel *institutional ownership*, *managerial ownership* dan *growth opportunity* adalah tetap maka variabel kebijakan dividen (dpr) akan mengalami peningkatan sebesar -1,037914.
- c. Nilai koefisien variabel *institutional ownership* sebesar 0,135005 bertanda positif. Artinya apabila variabel independen *institutional*

ownership mengalami kenaikan sebesar 1 satuan sementara variabel *islamic law*, *managerial ownership* dan *growth opportunity* adalah tetap maka variabel kebijakan dividen (dpr) akan mengalami peningkatan sebesar 0,135005.

- d. Nilai koefisien variabel *managerial ownership* sebesar 0,426299 bertanda positif. Artinya apabila variabel independen *managerial ownership* mengalami kenaikan sebesar 1 satuan sementara variabel variabel *islamic law*, *institusional ownership* dan *growth opportunity* bersifat tetap maka variabel kebijakan dividen akan mengalami peningkatan sebesar 0,426299.
- e. Nilai koefisien variabel *growth opportunity* sebesar 0,040415 bertanda positif. Artinya apabila variabel independen *growth opportunity* mengalami kenaikan sebesar 1 satuan sementara variabel variabel *islamic law*, *institusional ownership* dan *managerial ownership* bersifat tetap maka variabel kebijakan dividen akan mengalami peningkatan sebesar 0,040415.

4.8 Uji Hipotesis Statistik

4.8.1 Uji T (Uji Parsial)

Uji statistik t adalah uji untuk untuk mengetahui apakah secara individu variabel-variabel independen yang digunakan berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen (Gujarati, 2007). Kriteria pengujian yang dilakukan adalah :

- a. Jika $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$ atau nilai prob. $t\text{-statistik} < \text{taraf signifikansi}$, maka H_a diterima
Hal ini berarti ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen.

- b. Jika $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$ atau nilai prob. $t\text{-statistik} > \text{taraf signifikansi}$, maka H_a ditolak

Hal ini berarti tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen.

Tabel 4.11

Hasil Uji T

Variabel	T-hitung	T-tabel	Prob	Alpha	H_a	Kesimpulan
Islamic Law	3,312144	2,02108	0,0055	0,05	Diterima	Berpengaruh Negatif
Institusional Ownership	0,731466	2,02108	0,2715	0,05	Ditolak	Tidak Berpengaruh
Managerial Ownership	0,347565	2,02108	0,6830	0,05	Ditolak	Tidak Berpengaruh
Growth Opportunity	0,248548	2,02108	0,5741	0,05	Ditolak	Tidak Berpengaruh

Sumber : data diolah, 2020

Berdasarkan tabel diatas, maka hipotesis pada penelitian adalah :

1. H_0 : Diduga *Islamic Law* (IL) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen

H_a : Diduga *Islamic Law* (IL) berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Diperoleh hasil $t\text{-hitung}$ sebesar 3,312144 dan probabilitas sebesar 0,0055, sementara nilai $t\text{-tabel}$ sebesar dan taraf signifikansi sebesar 0,05. Dapat terlihat bahwa nilai $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$ ($3,312144 > 2,02108$) dan nilai prob. $t\text{-statistik} < \text{taraf signifikansi}$ ($0,0055 < 0,05$) yang berarti menolak H_0 dan menerima H_1 atau dapat dikatakan bahwa *islamic law* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

2. H_0 : Diduga *Institutional Ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen

H_a : Diduga *Institutional Ownership* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Diperoleh hasil t-hitung sebesar 0,731466 dan probabilitas sebesar 0,2715, sementara nilai t-tabel sebesar dan taraf signifikansi sebesar 0,05. Dapat terlihat bahwa nilai t-hitung < t-tabel ($0,731466 < 2,02108$) dan nilai prob. t-statistik > taraf signifikansi ($0,2715 > 0,05$) yang berarti menerima H_0 dan menolak H_2 atau dapat dikatakan bahwa *Institutional Ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

3. H_0 : Diduga *Managerial Ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen

H_a : Diduga *Managerial Ownership* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Diperoleh hasil t-hitung sebesar 0,347565 dan probabilitas sebesar 0,6830, sementara nilai t-tabel sebesar dan taraf signifikansi sebesar 0,05. Dapat terlihat bahwa nilai t-hitung > t-tabel ($0,347565 < 2,02108$) dan nilai prob. t-statistik > taraf signifikansi ($0,6830 > 0,05$) yang berarti menerima H_0 dan menolak H_3 atau dapat dikatakan bahwa *managerial ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

4. H_0 : Diduga *Growth Opportunity* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen

H_a : Diduga *Growth Opportunity* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Diperoleh hasil t-hitung sebesar 0,248548 dan probabilitas sebesar 0,5741, sementara nilai t-tabel sebesar dan taraf signifikansi sebesar 0,05. Dengan begitu dapat terlihat bahwa nilai t-hitung < t-tabel ($0,248548 < 2,02108$) dan

nilai prob. t-statistik > taraf signifikansi ($0,5741 > 0,05$) yang berarti menerima H_0 dan menolak H_3 atau dapat dikatakan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

4.9 Pembahasan

4.9.1 Pengaruh *Islamic Law* Terhadap Kebijakan Dividen

Pada tabel 4.11 menunjukkan bahwa *islamic law* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) periode 2016-2018. Adanya kas perusahaan yang tersedia di atas kebutuhan investasi yang *profitable* merupakan hak setiap pemegang saham. *Free cash flow* digunakan untuk membayar bunga dan hutang kepada kreditur, membayar dividen pada pemegang saham dan membeli kembali saham perusahaan dan saham di pasar saham. Dikarenakan, setiap perusahaan mempunyai tingkat komposisi hutang, rasio kas dan rasio piutang, maka perusahaan tersebut akan dipaksa mengeluarkan kas yang tersedia di perusahaan untuk membayar kewajiban hutang sebelum membagikan *dividen payout ratio* (DPR) kepada investor (Farooq & Tbeur, 2013).

Free cash flow theory menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan bukan sekedar strategi menyiasati pasar melainkan adanya keterkaitan antara manajer dengan pemegang saham dengan asumsi bahwa kebijakan yang diambil perusahaan terkait dividen bukan karena perusahaan ingin meningkatkan nilai perusahaan tetapi menganggap bahwa dividen merupakan kewajiban yang harus diberikan perusahaan kepada pemegang saham (Jayanti & Puspitasari., 2017). Teori ini menggambarkan bahwa kepatuhan syariah muncul dari manajer perusahaan yang memahami kewajibannya dengan membagikan dividen kepada para pemegang saham (investor). Keputusan mengenai pembagian dividen yang dilakukan perusahaan sendiri salah satunya ditimbulkan akibat dari adanya indikasi kepatuhan syariah yang menjadi beban bagi perusahaan, sehingga alasan perusahaan mengeluarkan dividen yang tinggi diakibatkan karena ingin memberikan sinyal kepada pemegang saham bahwa perusahaan

tersebut patuh syariah (Imamah., *et.al*, 2019). Pemegang saham saat ini sudah paham akan dasar hukum islam yang melarang sesuatu yang diharamkan sehingga sebagian investor memilih perusahaan yang sudah dikatakan patuh syariah. Dilihat dari hasil penelitian ini mampu menunjukkan bahwa hukum islam memiliki pengaruh terhadap keputusan pembagian dividen.

Hasil ini akhirnya mampu mendukung teori *free cash flow* yang mengungkapkan bahwa peningkatan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba akan meningkatkan pembayaran dividen dalam jumlah yang lebih besar kepada pemegang saham (Jayanti & Puspitasari, 2017). Artinya, bahwa dengan mengeluarkan dividen dalam jumlah besar mampu menunjukkan bahwa perusahaan tersebut patuh syariah, pemegang saham pun akan melihat seberapa besar resiko yang dimiliki perusahaan saat ini jika perusahaan membagikan dividen yang cukup besar. Fenomena yang saya angkat dalam penelitian ini terjawab dan menunjukkan hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Farooq & Tbeur, 2013 dan Imamah *et.al*, 2019) yang menyatakan bahwa perusahaan patuh syariah memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

4.9.2 Pengaruh *Institusional Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen

Pada tabel 4.11 menunjukkan bahwa *institusional ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) periode 2016-2018. Kepemilikan institusional yang tinggi akan membuat kontrol eksternal terhadap perusahaan menjadi semakin ketat terhadap para manajer perusahaan (Siska, 2008). Adanya hal tersebut menyebabkan terjadinya penambahan biaya pengeluaran yang dilakukan oleh manajer untuk dapat mengontrol atau memegang kendali keputusan, karenanya seringkali menyebabkan manajer perusahaan bukannya memberikan dividen yang tinggi melainkan akan lebih memilih menahan dividen kepada pemegang saham. Dilihat dari hasil penelitian tingginya kepemilikan institusional sama sekali tidak mempengaruhi manajer perusahaan dalam mengambil keputusan

tentang pembagian dividen. Adanya ketidaksignifikan pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dalam penelitian ini diduga karena investor institusional memiliki keinginan yang berbeda dengan keinginan investor umum. Horizon investasi mereka secara umum berjangka panjang, sehingga mereka lebih menyukai perusahaan yang menginvestasikan kembali labanya daripada perusahaan yang membayarkan sebagian besar labanya untuk dividen, sehingga proporsi saham yang dimiliki oleh institusi tidak mempengaruhi besar kecilnya pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan.

Keputusan mengenai pembagian dividen yang dilakukan perusahaan sebenarnya bertujuan untuk dapat meningkatkan nilai atau citra perusahaan dimata investor. Berdasarkan tujuan tersebut ternyata tidak mampu mengubah kenyataan bahwa keputusan mengenai pembagian dividen yang ditimbulkan dari indikasi kepemilikan institusional yang tinggi tidak selamanya mampu memberi sinyal bahwa dengan besarnya kontrol eksternal terhadap perusahaan mampu mengundang investor untuk menanamkan dana-nya pada perusahaan (Aji & Majidah, 2018). Dividen yang tinggi bukan diakibatkan karena ingin memberikan sinyal kepada pemegang saham bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi yang baik. *Clientele Effect Theory* yang menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan (Lamhot & Harianja., 2013). Teori tersebut menjelaskan bahwa kepemilikan institusional sebagai (kelompok) pemegang saham dengan kepemilikan lainnya bisa saja memiliki pandangan yang berbeda mengenai pembagian dividen oleh perusahaan, karena kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan saat ini cenderung lebih menyukai suatu DPR yang tinggi dan begitu sebaliknya.

Tidak ada pengaruhnya variabel *institusional ownership* terhadap kebijakan dividen mematahkan teori *clientele effect* yang menyatakan bahwa rendahnya tingkat *asymetri information* yang diterima pemegang saham akan meningkatkan pembagian dividen (Mardiyah, *et.al*, 2018). Pada kenyataannya adanya sinyal

tersebut sebenarnya tidak mampu membuktikan bahwa disaat perusahaan memiliki tingkat kepemilikan institusional yang tinggi maka akan membuat kontrol eksternal terhadap perusahaan meningkat, dapat menentukan terjadinya peningkatan pembagian dividen yang dilakukan perusahaan. Fenomena yang saya angkat dalam penelitian ini terjawab dan menunjukkan hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Imamah *et.al*, 2019) yang menyatakan bahwa *institusional ownership* memiliki hubungan negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

4.9.3 Pengaruh *Managerial Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen

Pada tabel 4.11 menunjukkan bahwa *managerial ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) periode 2016-2018. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen, baik dalam hal mendorong manajemen untuk melakukan pembayaran dividen yang lebih besar maupun lebih kecil. Pengaruh yang tidak signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen disebabkan oleh persentase kepemilikan manajerial yang berjumlah kecil didalam suatu perusahaan. Dikarenakan mempunyai jumlah saham dalam jumlah yang relatif kecil maka pihak manajerial hanya berfokus sebagai pihak pengelola di dalam perusahaan, sehingga mereka tidak terlalu memperhatikan kebijakan dividen yang dihasilkan oleh perusahaan.

Pada umumnya kepemilikan manajerial didalam suatu perusahaan mempunyai tingkat persentase kepemilikan yang berjumlah sangat kecil. Ketika jumlah persentase kepemilikan yang berjumlah kecil tersebut dihubungkan dengan kebijakan dividen yang telah dihasilkan oleh perusahaan maka pihak manajemen akan memiliki kecenderungan pada akhirnya hanya memilih untuk memperoleh rasio pembayaran dividen yang rendah bahkan cenderung mengarah ke *capital gain* (Febrianti & Zulvia, 2020). Pemikiran ini didasarkan pada *clienteles effect theory* yaitu dimana pada akhirnya ketika pihak manajemen yang hanya

mempunyai kepemilikan saham dalam jumlah yang sangat kecil maka akan memilih untuk memperoleh rasio pembayaran dividen dalam jumlah yang rendah (Mardiyah *et.al*, 2018).

Adanya kepemilikan manajerial dalam jumlah kecil tidak mampu mempengaruhi keputusan baik dalam hal mendorong manajemen untuk melakukan pembayaran dividen yang lebih besar maupun lebih kecil. Alasan tersebut membantah *cliente effect theory* bahwa tinggi kecilnya kepemilikan manajerial disuatu perusahaan tidak mampu membuktikan berpengaruh terhadap keputusan manajer dalam membayarkan dividen walau dengan jumlah yang kecil, dikarenakan pihak manajerial hanya berfokus sebagai pihak pengelola di dalam perusahaan, sehingga mereka tidak terlalu memperhatikan kebijakan dividen yang dihasilkan oleh perusahaan. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Lestari, 2017) bahwa ada pengaruh signifikan antara *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen.

4.9.4 Pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Kebijakan Dividen

Pada tabel 4.11 menunjukkan bahwa *growth opportunity* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) periode 2016-2018. Dari hasil pengujian dapat diketahui bahwa peluang pertumbuhan perusahaan tidak ada pengaruh pada kebijakan manajer perusahaan dalam membayarkan dividennya kepada pemegang saham, hal ini disebabkan karena walaupun sumber pendanaan internal telah digunakan dan dana yang akan digunakan untuk pertumbuhan perusahaan tidak mencukupi, perusahaan masih dapat menggunakan sumber pendanaan eksternal sehingga bertumbuh atau tidaknya perusahaan tidak akan memengaruhi putusan perusahaan dalam membagikan dividen.

Mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan dengan kesempatan untuk berekspansi cenderung mempertahankan aliran kasnya karena laba akan dialokasikan lebih banyak untuk laba ditahan dibandingkan dibagikan dalam

bentuk dividen (Lestari, 2017). Masalah tersebut mengakibatkan adanya kebutuhan dana yang tinggi yang dibutuhkan perusahaan untuk membiayai berbagai aktivitas investasi, ekspansi, dan lain-lain, sedangkan, pendanaan pada internal perusahaan bersumber dari laba ditahan. *Free cash flow theory* mengartikan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan bukan semata untuk menarik perhatian investor atau sekedar strategi menyiasati pasar guna meningkatkan nilai perusahaan (Jayanti & Puspitasari, 2017). Teori mengartikan bahwa dimana pada dasarnya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan dana perusahaan yang tinggi juga dan secara tidak langsung berpengaruh pada rendahnya dividen.

Tingginya tingkat laba ditahan, maka akan secara tidak langsung menurunkan porsi laba yang dibagikan sebagai dividen. Pada kenyataannya keadaan ini tidak terlalu signifikan dikarenakan dana yang digunakan untuk ekspansi dan investasi tersebut merupakan murni kebijakan dari perusahaan, yang akan diambil semua dari laba ditahan atau melalui utang. Pada akhirnya hasil tersebut membantah *free cash flow theory* bahwa tinggi atau kecil tingkat pertumbuhan yang dimiliki perusahaan akan tetap membutuhkan dana baik itu didapat dari dana eksternal ataupun internal dan hal ini tidak berpengaruh pada keputusan manajer dalam membayarkan dividen kepada pemegang saham. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh (Lestari, 2017 dan Imamah *et.al*, 2019) bahwa ada pengaruh *growth opportunity* signifikan negatif terhadap kebijakan dividen.