

PENGARUH VARIABEL PEMODERASIAN DALAM HUBUNGAN FINANCIAL LEVERAGE TERHADAP DIVIDEND PAYOUT

Nicholas Chandra dan Elsa Imelda

Program Studi Sarjana Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Tarumanagara, Jakarta

Email: nicholaschandra98@gmail.com

Email: elsai@fe.untar.ac.id

Abstract: *The objective of this research is to obtain empirical evidence about the effect of financial leverage toward dividend payout moderated by business risk, firm size, growth opportunity, liquidity, profitability, tangibility, and non-debt tax shield. This research uses secondary data. The object of this research is property and real estate companies listed in the Indonesian Stock Exchange (IDX) during the year 2016-2018. This research is conducted with 39 property and real estate companies as the sample. Furthermore, the data collection technique that is used in this research is purposive sampling in which data is processed using EVIEWS 10 program. The results of this research show that financial leverage has a significant effect toward dividend payout, firm size and profitability can moderate the positive effect of financial leverage toward dividend payout, while business risk, growth opportunity, liquidity, tangibility, and non-debt tax shield do not have significant effect toward dividend payout.*

Keywords: *Dividend Payout, Financial Leverage, Moderating Variables*

Abstrak: Tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh *financial leverage* terhadap *dividend payout* yang dimoderasi oleh *business risk*, *firm size*, *growth opportunity*, *liquidity*, *profitability*, *tangibility*, dan *non-debt tax shield*. Penelitian ini menggunakan data sekunder. Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2016-2018. Penelitian ini menggunakan 39 perusahaan properti dan real estate sebagai sampel. Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* di mana data diolah dengan menggunakan program *EVIEWS 10*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *financial leverage* memiliki pengaruh signifikan terhadap *dividend payout*, *firm size* dan *profitability* dapat memoderasi pengaruh positif *financial leverage* terhadap *dividend payout*, sedangkan *business risk*, *growth opportunity*, *liquidity*, *tangibility*, dan *non-debt tax shield* tidak dapat memoderasi pengaruh positif *financial leverage* terhadap *dividend payout*.

Kata Kunci: *Dividend Payout, Financial Leverage, Variabel Moderasi*

LATAR BELAKANG

Pengambilan keputusan berkaitan dengan keuangan perusahaan merupakan tugas utama dari seorang manajer investasi yang bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu unsur pengambilan keputusan yang harus dilakukan oleh manajer adalah keputusan yang berkaitan dengan pembayaran dividen. Keputusan dividen merupakan sebuah pengambilan keputusan yang penting karena memberikan gambaran mengenai keberlangsungan serta pertumbuhan perusahaan (Okoye, Amahalu, Nweze, & Chinyere, 2016).

Beberapa tahun belakangan, banyak studi terkait dengan kebijakan dividen yang telah dilakukan oleh peneliti dari seluruh dunia. Seperti yang dibahas dalam teori keuangan, dividen

menempati posisi strategis karena memiliki hubungan erat dengan struktur modal. Pembayaran dividen pada umumnya bergantung pada laba ditahan, terkecuali pada perusahaan yang tidak mempunyai dana yang cukup maka dapat mengandalkan utang atau pembiayaan lainnya. Sering terjadi masalah di mana rasio pembayaran dividen cukup tinggi tetapi laba ditahan tidak mencukupi, hal ini memaksa manajer keuangan untuk mengandalkan utang, modal kerja, dan berbagai investasi untuk menutupinya. Oleh sebab itu, keputusan keuangan melibatkan dua pertimbangan utama. Pertama, terkait laba; berapa besar bagian dari laba ditahan yang akan dibagikan sebagai dividen dan ditahan sebagai laba ditahan. Kedua, berkaitan dengan struktur modal; berapa besar bagian dari pendanaan eksternal yang merupakan pinjaman dan penerbitan saham baru.

Banyak penelitian empiris sebelumnya mengindikasikan kebijakan dividen untuk perusahaan di dalam pasar berkembang memiliki perbedaan yang jauh dengan pasar maju (Olang, Akenga, & Mwangi, 2015). Selain itu, kebijakan dividen perusahaan di pasar maju relatif stabil sedangkan pada pasar berkembang tidak demikian. Berkebalikan dengan penelitian Olang *et al* (2015), Hashemijoo, Mohammad, dan Mahdavi-Ardekani (2012) menemukan bahwa perusahaan di negara maju menampilkan perilaku dividen yang mirip. Akan tetapi, dapat dipastikan perusahaan di negara berkembang lebih sensitif terhadap beberapa variabel yang mengindikasikan adanya keterbatasan dalam lingkungan di mana dia beroperasi. Ditambah lagi, perusahaan di negara berkembang cenderung dipengaruhi oleh kombinasi aset. Hal ini disebabkan adanya ketergantungan yang lebih terhadap utang bank.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris data-data perusahaan yang terdaftar di dalam Bursa Efek Indonesia. Alasan untuk memilih BEI karena dinilai sebagai pasar yang masih berkembang dengan berbagai tantangannya. Selain itu, penelitian ini dilaksanakan untuk menjelaskan berbagai faktor yang dapat memengaruhi tingkat *dividend payout* yang ditetapkan oleh perusahaan properti dan real estate Tbk di Indonesia. Hal tersebut dikarenakan penelitian terdahulu mengenai *dividend payout* belum dapat memberikan hasil yang konsisten terkait dengan pengaruh faktor sejenis terhadap *dividend payout*.

KAJIAN TEORI

Agency theory yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan adanya konflik antara kepemilikan dan kendali yang menimbulkan biaya agensi. Pembayaran dividen yang besar membuat keputusan investasi kembali kepada pemilik (Okoye *et al.*, 2016). Asumsi yang melandasinya adalah manajer tidak selalu bertindak untuk memaksimalkan kekayaan pemilik. Sering dikatakan bahwa laba ditahan yang tinggi membuat manajer berinvestasi dalam proyek yang kurang menguntungkan bagi perusahaan. Kompetensi manajer dalam mengambil keputusan juga diragukan, manajer yang kurang bijak dapat menginvestasikan uangnya ke dalam proyek yang merugikan. Maka dari itu, kebijakan dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan karena jumlah *free cash flow* cenderung lebih rendah dan membuat masalah investasi berlebih pada proyek tidak menguntungkan terhindarkan (Olang *et al.*, 2015).

Signaling theory yang dikemukakan oleh Bhattacharya (1979) didasarkan pada asumsi yang menyatakan setiap informasi yang diperoleh memiliki perbedaan. Teori ini menjelaskan di antara pihak manajemen dan pihak pengguna informasi dapat terjadi asimetri informasi. Pihak manajemen memiliki informasi yang lebih banyak terkait dengan nilai perusahaan dan prospek di masa mendatang dibandingkan pihak luar, seperti kreditor dan investor sehingga perlu diterbitkan laporan keuangan untuk memberikan informasi kepada pemangku kepentingan.

Dividend policy menentukan jumlah laba ditahan, manajer harus memutuskan antara memberikan dividen kepada pemegang saham atau menginvestasikan kembali laba yang diperoleh. Perusahaan yang membayarkan dividen dalam jumlah besar cenderung diminati oleh

investor karena perusahaan terbukti berperforma baik dan risiko investasinya rendah. Pembayaran dividen yang konsisten menandakan perusahaan stabil dan memiliki prospek bagus di kemudian hari. Perusahaan biasanya mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan untuk menyisihkan kas dalam rangka membayar bunga dan utang (Adjaoud & Ben-Amar, 2010).

Leverage adalah penggunaan aset dan berbagai sumber pendanaan oleh perusahaan di mana dana yang digunakan diharapkan dapat menutupi biaya tetap dan meningkatkan laba bagi pemegang saham (Asad & Yousaf, 2014). Ada dua jenis *leverage* yang umumnya dapat dipilih, yaitu *operating leverage* dan *financial leverage*. *Operating leverage* terjadi karena biaya operasional tetap yang bertambah seiring dengan bertambahnya kapasitas operasi. Sedangkan *financial leverage* akan timbul ketika struktur modal perusahaan mengandung utang dengan bunga yang tetap. Dampak yang ditimbulkan juga kurang lebih sama dengan *operating leverage*, di mana peningkatan atau penurunan laba akan lebih tajam dibandingkan dengan fluktuasi kapasitas operasional. Okoye *et al.* (2016) menemukan *financial leverage* memiliki dampak signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan di Nigeria sedangkan Asad dan Yousaf (2014) mendapatkan *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap pembayaran dividen perusahaan-perusahaan di Pakistan.

Business risk dapat terjadi ketika harus membayar biaya bunga yang tinggi dan terdapat ketidakpastian terkait aset yang dimiliki perusahaan. Setiap perusahaan akan mengalami berbagai risiko seiring berjalannya kegiatan operasional. Risiko yang dapat terjadi, yaitu risiko bisnis dan risiko dari utang yang dipinjam perusahaan (Fatemian & Hooshyarzadeh, 2016). Perbedaan risiko bisnis terjadi bukan hanya antar industri yang berbeda, tetapi di antara berbagai perusahaan pada industri yang sama. Hashemijoo *et al.* (2012) menyatakan bahwa *dividend yield* berpengaruh negatif terhadap *share price volatility* dan *dividend payout* berpengaruh negatif terhadap *share price volatility*.

Firm size adalah salah satu faktor yang telah ditelusuri oleh berbagai peneliti dan ditemukan menjadi pengaruh terbesar *dividend payout ratio*. Ukuran perusahaan menjadi faktor penting dalam hubungan dengan dividen karena perusahaan besar diharapkan membayar dividen yang lebih besar untuk mengurangi biaya agensi dan perusahaan besar pada umumnya memiliki pemegang saham yang lebih beragam (Mworia, 2016). Mworia (2016) menentukan adanya korelasi positif antara ukuran perusahaan dan *dividend payout*.

Growth opportunity sering dikaitkan dengan penelitian tentang pengaruh *leverage* terhadap *dividend payout*. Hal ini dikarenakan perusahaan yang sedang berkembang membutuhkan banyak dana untuk membiayai investasinya dan dana ini biasa diambil dari laba ditahan. Dalam rangka menjaga pembayaran dividen tetap konstan, perusahaan biasanya perlu menambah dana dari sumber eksternal. Pendanaan ini cukup mahal sehingga satu-satunya cara yang dapat diambil perusahaan adalah mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan (Lopez *et al.*, 2010). Ahmed dan Javid (2009) menyatakan pengaruh *growth opportunity* terhadap *dividend policy* dapat dijelaskan dengan *free cash flow* dan *signalling theory* sedangkan Lopez *et al.* (2010) menyatakan pertumbuhan aset saat ini menghasilkan hubungan negatif antara dividen dan nilai perusahaan.

Liquidity didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar utang jangka pendek. Hal ini berkaitan dengan pihak eksekutif perusahaan yang memiliki informasi lebih banyak terkait kondisi perusahaan. Dari sisi likuiditas, perusahaan berusaha memberikan sinyal tentang kinerjanya yang baik. Likuiditas yang baik merupakan tanda kinerja perusahaan bagus karena dapat melunasi utang jangka pendek yang jatuh tempo (Ahmed & Javid, 2009). Olang *et al.* (2015) menyatakan adanya hubungan positif antara likuiditas dan *dividend payout*.

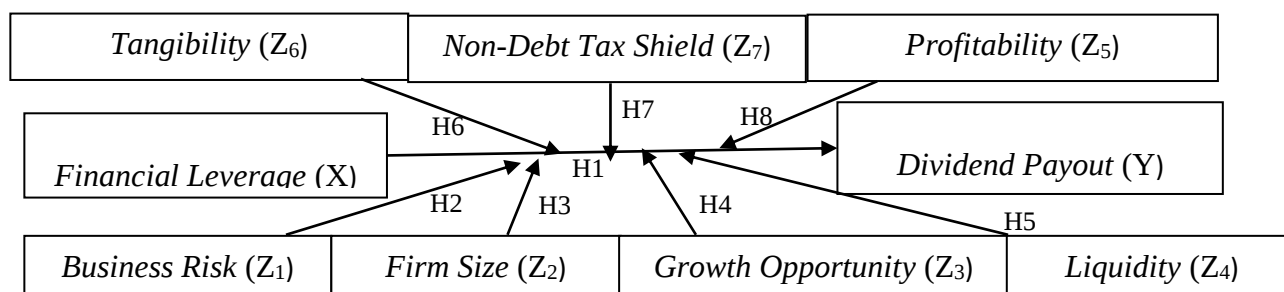
Profitability adalah kumpulan rasio yang menunjukkan pengaruh komprehensif dari likuiditas, manajemen aset, dan utang terhadap hasil operasi (Hassan, Tanveer, Siddique, & Mudasar, 2013). Tujuannya antara lain untuk mengukur laba yang dihasilkan perusahaan dalam suatu periode, mengevaluasi laba tahun sebelumnya dan tahun ini, menilai peningkatan laba dari waktu ke

waktu, menghitung besarnya laba bersih sesudah pajak yang berasal dari modal sendiri, mengukur produktivitas dari dana perusahaan yang digunakan, baik modal utang maupun modal ekuitas. Okoye *et al.* (2016) menemukan bahwa faktor utama yang mempengaruhi keputusan dividen suatu perusahaan adalah laba bersih.

Tangibility adalah aset tetap yang dimiliki perusahaan, diperoleh dalam bentuk jadi ataupun dibangun, yang digunakan untuk kegiatan operasional perusahaan (Fatemian & Hooshyarzadeh, 2016). Perusahaan yang memiliki jumlah aset tetap yang besar memiliki kesempatan yang lebih besar untuk memperoleh pinjaman. Perusahaan dapat menggunakan aset tetap yang dimilikinya sebagai jaminan untuk memperoleh utang yang lebih besar. Okoye *et al.* (2016) memperlihatkan adanya hubungan positif antara *tangibility* dan struktur modal karena mengurangi biaya dari *financial distress*.

Non debt tax shield dapat timbul karena adanya fasilitas yang diberikan oleh pemerintah dalam bentuk kredit pajak untuk investasi, *carryforward tax loss*, dan depresiasi aset tetap. Keuntungan pajak yang dapat diperoleh oleh perusahaan dari depresiasi aset tetap adalah dalam bentuk biaya yang dapat dikurangkan saat menghitung laba kena pajak (Hassan *et al.*, 2013). Hassan *et al.* (2013) meyakini bahwa antara *tax shield* dan *leverage* tidak memiliki hubungan signifikan terhadap *dividend payout policy*.

Properti dan real estate adalah salah satu sektor yang berperan dalam perkembangan ekonomi sebuah negara (Chun *et al.*, 2020). Semakin banyak perusahaan yang tertarik untuk terlibat di dalam sektor real estate dan hal ini mengindikasikan meningkatnya pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Investasi yang ditawarkan oleh properti dan real estate umumnya jangka panjang dan dipercaya mampu tumbuh sejalan dengan perkembangan ekonomi.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H_{a1} = *Financial Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout*.

H_{a2} = *Business Risk* memperkuat pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Dividend Payout*.

H_{a3} = *Firm Size* memperlemah pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Dividend Payout*.

H_{a4} = *Growth Opportunity* memperkuat pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Dividend Payout*.

H_{a5} = *Liquidity* memperlemah pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Dividend Payout*.

H_{a6} = *Profitability* memperlemah pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Dividend Payout*.

H_{a7} = *Tangibility* memperkuat pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Dividend Payout*.

H_{a8} = *Non-Debt Tax Shield* memperlemah pengaruh *Financial Leverage* terhadap *Dividend Payout*.

METODOLOGI

Metode pengumpulan data dikerjakan melalui teknik dokumentasi dengan cara mengambil data pada laporan keuangan perusahaan properti dan real estate. Data perusahaan dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dan dapat diunduh melalui www.idx.co.id. Variabel *independent* penelitian ini adalah *Financial Leverage* (X), variabel *dependent* (Y) adalah *Dividend Payout*, dan variabel moderasi (Z) *Business Risk*, *Firm Size*, *Growth Opportunity*, *Liquidity*, *Profitability*, *Tangibility*, serta *Non-Debt Tax Shield*.

Populasi penelitian difokuskan pada laporan keuangan perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2016-2018. Sampel menggunakan ketentuan kriteria yang dibuat, yaitu sebanyak 45 perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dari 45 perusahaan, empat di antaranya merupakan perusahaan properti dan real estate yang melakukan IPO di luar tahun 2016-2018 dan dua perusahaan properti dan real estate yang tidak memiliki laporan keuangan lengkap selama tahun 2016-2018. Berdasarkan jabaran di atas, jumlah perusahaan properti dan real estate yang digunakan pada penelitian ini adalah 39. Karena mengambil data sepanjang tiga tahun, maka dapat ditetapkan total sampel penelitian adalah 117.

Tabel 1. Tabel Operasionalisasi Variabel

No	Variabel	Rumus
1	<i>Dividend Payout</i>	$\frac{\text{Dividends Declared}}{\text{Net Income}} \times 100\%$
2	<i>Financial Leverage</i>	$\frac{\text{Total Long Term Debt}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$
3	<i>Business Risk</i>	<i>Natural Logarithm of Share Price</i>
4	<i>Firm Size</i>	<i>Natural Logarithm of Total Assets</i>
5	<i>Growth Opportunity</i>	$\frac{\text{New Total Assets} - \text{Old Total Assets}}{\text{Old Total Assets}} \times 100\%$
6	<i>Liquidity</i>	$\frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$
7	<i>Profitability</i>	$\frac{\text{Earning Before Taxes \& Interests}}{\text{Total Sales}} \times 100\%$
8	<i>Tangibility</i>	$\frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$
9	<i>Non-Debt Tax Shield</i>	$\frac{\text{Total Accumulated Depreciation}}{\text{Total Fixed Assets}} \times 100\%$

Sumber: Chun, et al. (2020)

Penelitian ini menggunakan model regresi berganda dalam menganalisis data. Model penelitian ini secara matematis dapat ditulis sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X + \beta_2 XZ_1 + \beta_3 XZ_2 + \beta_4 XZ_3 + \beta_5 XZ_4 + \beta_6 XZ_5 + \beta_7 XZ_6 + \beta_8 XZ_7 + e$$

Keterangan:

Y = Dividend Payout

a = Koefisien konstanta

$\beta_1 \beta_2 \beta_3 \beta_4 \beta_5 \beta_6 \beta_7 \beta_8$ = Koefisien

regresi dari setiap variabel *independent*

X = Financial Leverage

Z_1 = Business Risk

Z_2 = Firm Size

Z_3 = Growth Opportunity

Z_4 = Liquidity

Z_5 = Profitability

Z_6 = Tangibility

Z_7 = Non-Debt Tax Shield

e = Error

Selain itu, model juga akan dievaluasi lebih lanjut dengan menggunakan uji statistik F, uji statistik t, dan uji koefisien determinasi.

HASIL UJI STATISTIK

Uji statistik deskriptif yang menggambarkan tentang ringkasan data penelitian seperti *mean*, standar deviasi, minimum, dan maksimum. Hasil statistik deskriptif untuk periode 2016 - 2018 menunjukkan bahwa *dividend payout* memiliki nilai minimum sebesar 0,000000001, nilai maksimum sebesar 0,699862, nilai *mean* sebesar 0,066460, dan standar deviasi sebesar 0,120187. Hasil statistik deskriptif untuk periode 2016 - 2018 menunjukkan bahwa *financial leverage* memiliki nilai minimum sebesar 0,000103, nilai maksimum sebesar 0,609637, nilai *mean* sebesar 0,207288, dan standar deviasi sebesar 0,149066. Hasil statistik deskriptif untuk periode 2016 - 2018 menunjukkan bahwa *business risk* memiliki nilai minimum sebesar 3,912023, nilai maksimum sebesar 9,615805, nilai *mean* sebesar 5,830992, dan standar deviasi sebesar 1,250739. Hasil statistik deskriptif untuk periode 2016 - 2018 menunjukkan bahwa *firm size* memiliki nilai minimum sebesar 17,18863, nilai maksimum sebesar 30,41928, nilai *mean* sebesar 25,48107, dan standar deviasi sebesar 3,248528. Hasil statistik deskriptif untuk periode 2016 - 2018 menunjukkan bahwa *growth opportunity* memiliki nilai minimum sebesar 0,001255, nilai maksimum sebesar 1,174939, nilai *mean* sebesar 0,122562, dan standar deviasi sebesar 0,187525. Hasil statistik deskriptif untuk periode 2016 - 2018 menunjukkan bahwa *liquidity* memiliki nilai minimum sebesar 0,393509, nilai maksimum sebesar 35,18029, nilai *mean* sebesar 3,558144, dan standar deviasi sebesar 5,237479. Hasil statistik deskriptif untuk periode 2016 - 2018 menunjukkan bahwa *profitability* memiliki nilai minimum sebesar 0,002277, nilai maksimum sebesar 2,640509, nilai *mean* sebesar 0,425415, dan standar deviasi sebesar 0,484521. Hasil statistik deskriptif untuk periode 2016 - 2018 menunjukkan bahwa *tangibility* memiliki nilai minimum sebesar 0,000232, nilai maksimum sebesar 0,657711, nilai *mean* sebesar 0,073496, dan standar deviasi sebesar 0,103534. Hasil statistik deskriptif untuk periode 2016 - 2018 menunjukkan bahwa *non-debt tax shield* memiliki nilai minimum sebesar 0,000694, nilai maksimum sebesar 2861,803, nilai *mean* sebesar 150,6368, dan standar deviasi sebesar 460,6146.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	<i>Dividend Payout</i>	<i>Financial Leverage</i>	<i>Business Risk</i>	<i>Firm Size</i>	<i>Growth Opportunity</i>	<i>Liquidity</i>	<i>Profitability</i>	<i>Tangibility</i>	<i>Non-Debt Tax Shield</i>
Mean	0.066460	0.207288	5.830992	25.48107	0.122562	3.558144	0.425415	0.073496	150.6368
Maximum	0.699862	0.609637	9.615805	30.41928	1.174939	35.18029	2.640509	0.657711	2861.803
Minimum	1.00E-08	0.000898	3.912023	17.18863	0.001255	0.393509	0.002277	0.000232	0.000694
Std. Dev.	0.120187	0.149066	1.250739	3.248528	0.187525	5.237479	0.484521	0.103534	460.6146

Uji Asumsi Klasik. Sebelum dilakukan pengujian hipotesis terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik pada model regresi. Uji Normalitas. Berdasarkan hasil pengujian normalitas menggunakan *Jarque-Bera*, nilai *probability Jarque-Bera* adalah sebesar 0,170199, di mana nilai tersebut lebih besar dari nilai signifikansi 0,05, sehingga H_0 ditolak. Dari hasil tersebut,

dapat disimpulkan bahwa dari 117 data sampel penelitian yang digunakan, *error term* dalam model regresi terdistribusi secara normal sehingga telah memenuhi syarat uji normalitas.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan, maka dapat disimpulkan persamaan model regresi yaitu:

$$Y = -24,57866 + 76,43347 \cdot X - 2,332683 \cdot XZ_1 - 3,166316 \cdot XZ_2 + 4,889653 \cdot XZ_3 + 0,708820 \cdot XZ_4 + 24,94842 \cdot XZ_5 - 44,61580 \cdot XZ_6 - 0,017618 \cdot XZ_7 + e$$

Keterangan:

Y = *Dividend Payout*

X = *Financial Leverage*

Z_1 = *Business Risk*

Z_2 = *Firm Size*

Z_3 = *Growth Opportunity*

Z_4 = *Liquidity*

Z_5 = *Profitability*

Z_6 = *Tangibility*

Z_7 = *Non-Debt Tax Shield*

e = *Error*

Uji t (parsial) adalah uji yang digunakan untuk menguji keterkaitan secara individu antara variabel bebas dengan variabel terikat. Untuk menguji hipotesis nol ditolak atau diterima, titik tolaknya adalah bila nilai p -value t -test < atau > 0,05, artinya jika nilai signifikansi dari variabel independen di bawah 0,05, maka H_0 ditolak dan H_a diterima dan sebaliknya. Hasil uji ini dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Financial Leverage (X). Hasil uji menunjukkan koefisien 76,43347 dan nilai p 0,0197. Nilai p kurang dari 0,05 sehingga dapat dikatakan *financial leverage* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *dividend payout*.

Business Risk ($X \cdot Z_1$). Hasil uji menunjukkan koefisien -3,166316 dan nilai p 0,1475. Nilai p lebih dari 0,05 sehingga dapat dikatakan *business risk* tidak dapat memperkuat pengaruh negatif *financial leverage* terhadap *dividend payout*.

Firm Size ($X \cdot Z_2$). Hasil uji menunjukkan koefisien -2,332683 dan nilai p 0,0085. Nilai p kurang dari 0,05 sehingga dapat dikatakan *firm size* memperlemah pengaruh positif *financial leverage* terhadap *dividend payout*.

Growth Opportunity ($X \cdot Z_3$). Hasil uji menunjukkan koefisien 4,889653 dan nilai p 0,7978. Nilai p lebih dari 0,05 sehingga dapat dikatakan *growth opportunity* tidak dapat memperkuat pengaruh negatif *financial leverage* terhadap *dividend payout*.

Liquidity ($X \cdot Z_4$). Hasil uji menunjukkan koefisien 0,708820 dan nilai p 0,3759. Nilai p lebih dari 0,05 sehingga dapat dikatakan *liquidity* tidak dapat memperlemah pengaruh negatif *financial leverage* terhadap *dividend payout*.

Profitability ($X \cdot Z_5$). Hasil uji menunjukkan koefisien 24,94842 dan nilai p 0,0413. Nilai p kurang dari 0,05 sehingga dapat dikatakan *profitability* dapat memperlemah pengaruh negatif *financial leverage* terhadap *dividend payout*.

Tangibility ($X \cdot Z_6$). Hasil uji menunjukkan koefisien -44,61580 dan nilai p 0,2227. Nilai p lebih dari 0,05 sehingga dapat dikatakan *tangibility* tidak dapat memperkuat pengaruh negatif *financial leverage* terhadap *dividend payout*.

Non-Debt Tax Shield ($X \cdot Z_7$). Hasil uji menunjukkan koefisien -0,017618 dan nilai p 0,0732. Nilai p lebih dari 0,05 sehingga dapat dikatakan *non-debt tax shield* tidak dapat memperlemah pengaruh negatif *financial leverage* terhadap *dividend payout*.

Tabel 3. Hasil Pengujian Hipotesis

Variable	Coefficient	Prob.
C	-24.57866	0.0012

X	76.43347	0.0197
X*Z1	-3.166316	0.1475
X*Z2	-2.332683	0.0085
X*Z3	4.889653	0.7978
X*Z4	0.708820	0.3759
X*Z5	24.94842	0.0413
X*Z6	-44.61580	0.2227
X*Z7	-0.017618	0.0732
X*Z6	-44.61580	0.2227
X*Z7	-0.017618	0.0732

Uji Koefisien Determinasi (R^2). Berdasarkan hasil pengujian koefisien determinasi persamaan regresi, nilai *adjusted R-squared* adalah sebesar 0,216530. Hal ini menjelaskan bahwa sebesar 21,6530% variabel dependen, yaitu biaya utang, dapat dijelaskan oleh variabel independen, dalam hal ini meliputi *financial leverage*, *business risk*, *firm size*, *growth opportunity*, *liquidity*, *profitability*, *tangibility*, dan *non-debt tax shield*. Sedangkan 78,347% variabel dependen dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Uji Signifikansi Keseluruhan (F). Berdasarkan hasil pengujian signifikansi keseluruhan persamaan regresi yang, nilai *probability F-statistic* adalah sebesar 0,000319, di mana nilai tersebut lebih kecil dari nilai signifikansi 0,05, mengindikasikan hasil uji F adalah signifikan secara statistik sehingga dapat disimpulkan bahwa *financial leverage*, *business risk*, *firm size*, *growth opportunity*, *liquidity*, *profitability*, *tangibility*, dan *non-debt tax shield* sebagai variabel independen secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap *dividend payout*.

DISKUSI

Berdasarkan hasil statistik dengan uji parsial (uji t), dapat ditemukan bahwa *financial leverage* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *dividend payout*. Pengaruh yang signifikan menjelaskan bahwa perusahaan yang menggunakan lebih banyak modal utang untuk pendanaan cenderung membagikan dividen dalam nominal yang lebih besar. Hal ini disebabkan meningkatnya modal utang mengindikasikan perusahaan sedang dalam kondisi operasional penuh dan dalam rangka menarik minat investor untuk berinvestasi maka perlu untuk membagikan dividen dalam jumlah yang lebih besar. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Okoye *et al.* (2016) dan Asad dan Yousaf (2014). *Business risk* tidak dapat memperkuat pengaruh *financial leverage* terhadap *dividend payout*. Hal ini disebabkan dalam kondisi risiko bisnis tinggi atau rendah, perusahaan properti dan real estate yang sebelumnya konsisten membayarkan dividen tetap saja melanjutkan konsistensinya dalam tingkat dividen yang diberikan. Hasil ini berkebalikan dengan penelitian Hashemijoo *et al.* (2012). *Firm size* ditemukan berpengaruh signifikan dan negatif terhadap hubungan *financial leverage* dan *dividend payout*. Hasil tersebut menjelaskan bahwa perusahaan besar cenderung membayarkan dividen dalam jumlah besar dan frekuensi yang lebih sering dibandingkan perusahaan kecil. Hasil ini sejalan dengan penelitian Mworira (2016) dan Hashemijoo *et al.* (2012). *Growth opportunity* tidak dapat memperkuat pengaruh *financial leverage* terhadap *dividend payout*. Alasan dibalik hasil tersebut adalah penambahan total aset tidak menjamin perusahaan mampu membagikan dividen kepada para pemegang saham. Laba bersih yang memadai menjadi faktor yang lebih penting bagi perusahaan untuk dapat secara konsisten membagikan dividen kepada pemegang saham. Hasil ini tidak sejalan dengan apa yang diteliti oleh Ahmed dan Javid (2009) serta Lopez *et al.* (2010). *Liquidity* ditemukan tidak dapat memperlemah pengaruh *financial leverage* terhadap *dividend payout*. Hal tersebut dikarenakan *current ratio* yang baik tidak menjamin perusahaan dapat membagikan dividen karena banyak beban lain yang menjadi

prioritas utama perusahaan. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Olang *et al.* (2015) serta Ahmed dan Javid (2009). *Profitability* ditemukan berpengaruh signifikan dan positif dalam hubungan *financial leverage* terhadap *dividend payout*. Hal ini menjelaskan *profitability* yang tinggi membuat perusahaan lebih bersedia untuk membagikan dividen kepada pemegang saham. Adanya laba yang cukup besar pada umumnya dikaitkan dengan jumlah kas yang cukup sehingga pembayaran dividen konsisten dan dalam jumlah besar. Hasil ini sejalan dengan penelitian Okoye *et al.* (2016) serta Fama dan French (2001). *Tangibility* tidak dapat memperkuat pengaruh *financial leverage* terhadap *dividend payout*. Hasil ini disebabkan perusahaan pada umumnya menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk membiayai kegiatan operasional maupun investasinya. Pendanaan eksternal hanya digunakan apabila dana internal tidak mencukupi. Hasil tersebut tidak sejalan dengan penelitian Okoye *et al.* (2016) dan Olang *et al.* (2015). *Non-debt tax shield* tidak dapat memperlemah pengaruh *financial leverage* terhadap *dividend payout*. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki *non-debt tax shield* yang tinggi atau rendah tetap saja menggunakan *financial leverage* dalam menjalankan kegiatan operasionalnya untuk memperoleh penghematan pajak. Hasil ini sejalan dengan penelitian Hassan *et al.* (2013) tetapi tidak sejalan dengan penelitian Overesch dan Voeller's (2010).

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dalam penelitian ini, dapat diambil beberapa kesimpulan terhadap perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2016 sampai 2018, antara lain: *financial leverage*, *business risk*, *firm size*, *growth opportunity*, *liquidity*, *profitability*, *tangibility*, dan *non-debt tax shield* secara simultan memengaruhi *dividend payout*; *firm size* dan *profitability* dapat memoderasi pengaruh positif *financial leverage* terhadap *dividend payout*; dan *business risk*, *growth opportunity*, *liquidity*, *tangibility*, dan *non-debt tax shield* tidak dapat memoderasi pengaruh positif *financial leverage* terhadap *dividend payout*.

Keterbatasan dari penelitian ini adalah cukup rendahnya kemampuan *financial leverage*, *business risk*, *firm size*, *growth opportunity*, *liquidity*, *profitability*, *tangibility*, dan *non-debt tax shield* dalam menjelaskan pengaruh terhadap *dividend payout*, hanya sebesar 21,653%, sedangkan sebesar 78,347% *dividend payout* dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Selain itu, penelitian ini hanya mengambil sampel perusahaan sebanyak 39 perusahaan dan hanya mengambil periode penelitian selama tiga tahun sehingga hasil penelitian belum bisa digeneralisasi.

Berdasarkan hasil dan keterbatasan di atas, maka saran yang dapat diberikan untuk melakukan penelitian selanjutnya, yaitu dengan menambah variabel independen yang belum digunakan dalam penelitian ini, seperti *firm age*, *taxation policy*, *corporate governance*, *free cash flow*, *audit quality*, dan sebagainya, memperluas cakupan sampel yang digunakan dengan mengambil perusahaan di bidang lain selain properti dan real estate agar hasil penelitian yang diperoleh dapat lebih relevan untuk perusahaan di berbagai bidang, memperluas cakupan periode penelitian dengan menggunakan periode lebih dari tiga tahun.

DAFTAR PUSTAKA

- Adjaoud, Ben-Amar (2010). *Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation? Business Finance and Accounting Journal*. 37(5),648-667.
- Ahmed, Javid, (2009). *The Determinants of Dividend Policy in Pakistan (Evidence from Karachi Stock Exchange, Non-Financial Listed Firms); International Research Journal of Finance and Economic*, 25, 1450-2887.

- Asad, Yousaf (2014). *Impact of Leverage on Dividend Payment Behavior of Pakistani Manufacturing Firms*, *Scientific Research Journals*, 5(2), 216-22.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Buettner, T, Overesch, M, Schreiber, U, and Wamser, G. (2009), *Taxation and Capital Structure Choice - Evidence from a Panel of German Multinationals*, *Economics Letters* 105, 309-311.
- Chun, Cudia, Dranel, Tahilramani, Tan (2020), *Effect of Moderating Variable: Financial Leverage and Dividend Payout of Publicly-Listed Property Sector of the Philippines*, *Business and Economic Journal*, 29(2), 58-70.
- Cooper, I.A., Nyborg, K.G. (2006), *The Value of Tax Shields is Equal to the Present Value of Tax Shields*, *Journal of Financial Economics*, 81, 215-225.
- Fama, French, (2001), *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay*, *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Graham, Tucker, (2006), *Tax Shelters and Corporate Debt Policy*, *Journal of Financial Economics*, 81, 563-594.
- Fatemian, Hooshyarzadeh (2016). *Role of dividend policy determinants in multinational and domestic companies, evidence from Iran*, *Management Journal*, 14(3), 332-340.
- Hashemijoo, Mohammad, Ardekani (2012). *The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market*. *Business Journal*. 4(1), 111-129.
- Hassan, Tanveer, Siddique, Mudasar (2013). *Tax Shield and Its Impact on Corporate Dividend Policy: Evidence from Pakistani Stock Market*. *Business Journal*, 5 (3), 184-188.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360
- Mworia (2016). *The Relationship between Financial Leverage and Dividend Payout Ratio of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange*, *International of business Research Papers*, 22(1), 89-103.
- Lopez, Iturriaga, Crisostomo (2010). *Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms*. *Markets Finance & Trade Journal*, 46(3), 80-94.
- Okoye, Amahalu, Nweze, Chinyere (2016). *Effect of Financial Leverage on Dividend Policy of Quoted Conglomerates*, *Accounting Journal*, 49(1), 123-135.
- Olang, Akenga, Mwangi (2015). *Effect of Liquidity on the Dividend Pay-out by Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange Kenya*, *Science Journal of Business and Management*, 3(5), 196-208.
- Overesch and Voeller (2010). *The Impact of Personal and Corporate Taxation on Capital Structure Choices*. *Finance Journal*. 66(3), 263-294
- Sekaran, U. Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business*. Edisi Ketujuh. United Kingdom: Wiley.
- Sugiyono. (2016). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan Kombinasi (Mixed Methods)*. Bandung: Alfabeta.