

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kinerja Perusahaan Di Indonesia

(Studi Empirik pada Perusahaan-Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesian dengan *Probabilistic Regression Model*)

Joko Sukendro
C. Ambar Pujiharjanto

Abstract

This purpose of this research examines whether dividend policy influences firm performance in Indonesia. The analyses are performed using data derived from the financial statement of listed firms on the IDX during the most recent five-year period. Ordinary Least Squares model is used to estimate the regression equation. In order to operationalise dividend policy ; the study coded: 1 to represent the company has a policy to pay dividend; while: 0 to represent the company has a policy not to pay dividend. The result show negative relationship beetwen return on assets, dividend policy and leverage. The result also reveal are not relationship all independent variables to return on equity and tobin'sq. The main value of this study is the identification of how dividend policy affects performance of firms listed on IDX.

Keyword : *ROA, ROE, TOBIN'Sq, Dividend Policy, Payout Ratio, Size, Leverage, Growth .*

PENDAHULUAN

Keputusan dividen adalah keputusan perusahaan yang menentukan seberapa besar bagian keuntungan yang menjadi hak bagi pemegang saham atau investor (Brigham dan Houston, 2006). Pembagian dividen menjadi sebuah keputusan, ketika diputuskan dalam rapat umum pemegang saham atau RUPS, yang biasanya terjadi kesepakatan antara manajemen dengan pemegang saham tentang berapa besar yang harus ditahan untuk diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan, dan berapa yang dibagikan sebagai dividen. Dalam literatur keuangan lebih sering disebut sebagai kebijakan dividen atau *dividend policy*, karena harus diputuskan bersama-sama dengan pemegang saham, berbeda

dengan keputusan investasi dan keputusan pendanaan, yang sepenuhnya di bawah kendali manajemen.

Penelitian-penelitian empirik tentang kebijakan dividen, pada umumnya diarahkan untuk mengetahui mengapa perusahaan membayar dividen? Penelitian yang berkaitan dengan *agency theory* dan kepemilikan saham oleh pemerintah didokumentasikan oleh Fama dan French (2001); Naser dkk. (2004) dan Al-Mulkawi (2008). Mereka menunjukkan bahwa bahwa perusahaan-perusahaan yang besar dan perusahaan-perusahaan yang kepemilikan sahamnya sebagian besar dimiliki oleh pemerintah cenderung membayar dividen yang tinggi, karena ditujukan untuk

mengurangi persoalan-persoalan keagenan (*agency problems*).

Penelitian selanjutnya adalah penelitian tentang kebijakan dividen yang berkaitan dengan *free cash flow* dan profitabilitas perusahaan dilakukan oleh Fama dan French (2001); Aviazian, dkk (2003) dan Al-Kuwari (2010). Mereka melaporkan bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai *free cash flow* dan profitabilitas yang tinggi mempunyai kecenderungan untuk menaikkan pembayaran dividennya. Penelitian tentang kebijakan dividen yang berkaitan dengan teori-teori di atas pada umumnya dilakukan pada pasar modal kategori *developed markets*. Brealey dan Myers (2005) menyatakan teori kebijakan dividen sebagai salah satu dari 10 (sepuluh) teori manajemen keuangan yang belum terdapat konsensus dari para peneliti manajemen keuangan. Namun Allen dan Mikhaley (2003) menyarankan bahwa penting mengembangkan teori lebih lanjut dan mencapai konsensus umum di antara para peneliti.

Latar Belakang Masalah

Telah lama diperdebatkan dalam literatur manajemen keuangan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham perusahaan maupun biaya modalnya. Brigham dan Houston (2006) menyampaikan bahwa perdebatan tersebut telah dimulai sejak Merton Miller dan Franco Modigliani (MM) menyampaikan argumentasinya tersebut. MM mengatakan jika kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham dan biaya modal maka dikatakan tidak relevan, sehingga teori tersebut dikenal menjadi *dividend irrelevance theory*. Pendapat MM

ini didasari sejumlah asumsi, khususnya terkait dengan tidak adanya pajak dan biaya transaksi, yang pada kenyataannya tidak terjadi dalam dunia nyata.

Pendapat MM ini mendapat kritik yang cukup tajam dari Myron Gordon dan John Litner (Brigham dan Houston, 2006). Mereka menyampaikan bahwa imbal hasil investasi turun seiring dengan peningkatan pembayaran dividen karena investor menilai bahwa imbal hasil yang diharapkan dari dividen lebih pasti dibandingkan imbal hasil dari investasi. Konsekuensi dari pemikiran ini adalah bahwa kebijakan dividen akan meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya menurut teori preferensi pajak menyatakan bahwa pajak yang dikenakan dari penghasilan dividen lebih tinggi dibandingkan dengan pajak yang dikenakan atas pendapatan yang dihasilkan dari capital gain, karena itu investor yang termasuk kelompok pembayar pajak tinggi (*clienteles effect*) tidak menyukai dividen.

Penelitian selanjutnya adalah penelitian tentang kebijakan dividen yang berkaitan dengan *free cash flow* dan profitabilitas perusahaan dilakukan oleh Fama dan French (2001); Aviazian, dkk (2003) dan Al-Kuwari (2010). Mereka melaporkan bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai *free cash flow* dan profitabilitas yang tinggi mempunyai kecenderungan untuk menaikkan pembayaran dividennya. Sedangkan penelitian yang menghubungkan antara kebijakan dividen dengan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dilakukan oleh Aviazian dkk. (2003). Mereka menunjukkan bahwa besarnya tingkat hutang perusahaan yang ditunjukkan oleh tingginya *debt rasionya* menyebabkan

rendahnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Situasi ini sekaligus mencerminkan tingginya risiko perusahaan akan diikuti oleh menurunnya kemampuan membayar dividen perusahaan. Sementara penelitian yang mengkaitkan kebijakan dividen dengan pertumbuhan perusahaan yang sekaligus mencerminkan prospek investasi perusahaan di masa depan ditunjukkan oleh penelitian Al-Kuwari (2010). Dia menunjukkan bahwa ketika tingkat pertumbuhan perusahaantinggi, atau dengan kata lain perusahaan memerlukan dana untuk kebutuhan investasi, maka perusahaan cenderung akan membayar dividen yang rendah.

Penelitian yang dilakukan ini, tidak mencari penjelasan mengapa perusahaan membayar dividen, tetapi lebih kepada apakah kebijakan dividen perusahaan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Penelitian ini melibatkan perusahaan yang membagi dividen maupun perusahaan yang tidak membagi dividen, guna menunjukkan bagaimana pengaruh kebijakan dividen perusahaan bagi perusahaan yang membagi dividen dan bagaimana pengaruh variabel di luar kebijakan dividen bagi perusahaan yang tidak membagi dividen.

Tinjauan Teori

Kebijakan dividen adalah sebuah keputusan seberapa besar keuntungan perusahaan tersebut, didistribusikan kepada pemegang saham (Brigham dan Houston, 2006). Jika keputusan yang dibuat adalah medistribusikan sebagian keuntungan tersebut sebagai dividen, pertanyaan yang mungkin timbul adalah (1) berapa banyak yang harus didistribusikan?, (2) apakah distribusi tersebut sebaiknya dalam

bentuk tunai, dan apakah dividen tersebut didistribusikan secara stabil atau bervariasi sesuai dengan arus kas dan atau kebutuhan investasi perusahaan.

a. *Dividend Irrelevance Theory*

Dividend Irrelevance Theory dari Miller dan Modigliani (MM) teori keuangan perusahaan modern. MM berargumentasi bahwa kebijakan dividen tidak relevan untuk biaya modal dan nilai dari perusahaan di dunia tanpa pajak atau biaya transaksi. Mereka menunjukkan bahwa ketika investor dapat menciptakan setiap pola pendapatan dengan menjual dan membeli saham, *return* yang disyaratkan diharapkan untuk mempengaruhi mereka memegang saham perusahaan tanpa kecuali untuk mengemas pembayaran dividen perusahaan dan emisi baru dari saham.

Dividend Irrelevance Theory dari MM menjelaskan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasar untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain MM berpendapat bahwa nilai dari sebuah perusahaan akan tergantung hanya pada laba yang dihasilkan oleh aktiva-aktivananya, bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi dividen dan saldo laba ditahan. Untuk memahami argumentasi MM bahwa kebijakan dividen adalah hal yang irelevan, secara teori setiap pemegang saham dapat membuat kebijakan dividennya sendiri. Mereka menunjukkan kapan investor dapat menciptakan *income* melalui penjualan dan pembelian saham, *return* yang diharapkan dibutuhkan untuk mempengaruhi pemegang saham perusahaan.

b. *The Bird in Hand Theory*

Teori The Bird in Hand Theory dari

Gordon dengan argumentasi bahwa tingkat imbal hasil investasi akan turun seiring dengan peningkatan pembayaran dividen, karena para investor kurang yakin akan penerimaan dari keuntungan modal yang seharusnya berasal dari saldo laba ditahan dibandingkan dengan penerimaan dari pembayaran dividen. Gordon dan Litner mengatakan, secara tidak langsung investor menilai dolar dari dividen yang diharapkan lebih tinggi daripada dolar dari keuntungan modal yang diharapkan karena komponen imbal hasil dividen lebih tidak berisiko jika dibandingkan dengan komponen pertumbuhan dalam total imbal hasil yang diharapkan. Hal ini disebabkan komponen imbal hasil yang diharapkan dari dividen lebih tidak berisiko jika dibandingkan dengan total imbal hasil yang diharapkan.

c. *Tax Preference Theory dan Clientelle Effect*

Terdapat alasan fundamental yang berhubungan dengan pajak mengapa investor lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah dari pada menerima pembayaran dividen yang tinggi. Keuntungan modal jangka panjang biasanya dikenakan pajak dengan tarif 20 persen, sedangkan laba dividen dikenakan tarif pajak dengan angka maksimal 38,6 persen. Oleh karena itu, investor yang kaya (yang memiliki saham lebih banyak dan menerima sebagian besar dividen) mungkin lebih menyukai perusahaan menahannya dan menanamkan kembali labanya ke dalam bisnisnya. Litzenger dan Ramaswamy dalam teori preferensi pajak berargumentasi bahwa investor mau perusahaan menahan laba dan sekaligus menyediakan return dalam bentuk menurunkan pajak atas *capital gains* dibanding pajak yang tinggi atas dividen.

Dengan kata lain, rasio pembayaran dividen rendah menurunkan *rate of return* yang disyaratkan dan meningkatkan nilai pasar saham perusahaan.

d. *Information Content, Signalling, dan Asymmetric Information Theory*

Asumsi utama dalam teori sinyal adalah bahwa manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar, dan manajemen adalah orang yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkan, Asimetri informasi akan terjadi jika manajemen tidak secara penuh menyampaikan semua informasi yang diperolehnya tentang semua faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal. Jika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar, maka pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal terhadap adanya *event* tertentu yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari perubahan harga saham.

Metodologi Penelitian

Studi ini menjelaskan pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan. Sampel penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 6 tahun (2005-2010). Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi: Laporan Neraca, Laporan Laba Rugi, dan Rasio Keuangan perusahaan, yang semuanya dapat diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD)

Operasionalisasi kebijakan dividen menggunakan kode sebagai berikut:

1 = kebijakan perusahaan membayar

dividen
0 = kebijakan perusahaan tidak membayar dividen

Pengukuran kinerja perusahaan dengan menggunakan *Return on Assets (ROA)*, *Return on Equity (ROE)*, dan *Tobin'Sq*. *ROA* adalah kemampuan perusahaan dengan seluruh modal yang bekerja di dalamnya untuk menghasilkan keuntungan setelah pajak, *ROE* adalah kemampuan perusahaan dengan modal sendiri yang bekerja di dalamnya untuk menghasilkan keuntungan setelah pajak. dan *Tobin'Sq* merupakan rasio antara nilai pasar perlembar saham dengan nilai buku perlembar saham dan rasio ini mencerminkan nilai perusahaan.

Variabel yang menjelaskan terdiri kebijakan dividen (*POLICY*) dan *Payout Ratio (PAY)* yaitu rasio dividen perlembar saham terhadap laba bersih persaham perusahaan, Selain itu ada *proxi firm size (SIZE)* adalah ukuran besarnya perusahaan yang diukur dengan *Log Natural Total Asset*, *Leverage Perusahaan (LEV)* yaitu rasio total utang terhadap nilai buku aktiva, dan yang terakhir adalah pertumbuhan dari penjualan (*GROWTH*) digunakan sebagai *proxi kesempatan investasi*

Metode Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Regresi ini digunakan untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan. Bentuk yang umum dari model regresi dapat ditetapkan lebih lengkap sebagai:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \epsilon_{it}$$

di mana *i* adalah dimensi perusahaan, *t* adalah dimensi waktu, *Y_{it}* adalah nilai perusahaan, *X_{it}* adalah variabel bebas dalam penilaian model, α a d a l a h ϵ

konstanta, dan ϵ_{it} adalah random error term atau variabel yang tidak masuk dalam model

Guna mengidentifikasi dan mengukur pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan dalam hal ini *Return on Assets*, *Return on Equity* dan *Tobin'Sq*, dapat diestimasi dengan menggunakan model regresi ganda berikut ini:

$$\begin{aligned} ROA_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 POLICY_{i,t} + \beta_2 PAY_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\ ROE_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 POLICY_{i,t} + \beta_2 PAY_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t} \\ TOBIN'Sq_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 POLICY_{i,t} + \beta_2 PAY_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Di mana:

- ROA_{i,t}* = rasio laba setelah pajak terhadap total aktiva perusahaan *i* periode *t*
- ROE_{i,t}* = rasio laba setelah pajak terhadap ekuitas biasa perusahaan *i* periode *t*
- TOBIN'Sq_{i,t}* = rasio nilai pasar saham terhadap nilai buku ekuitas perusahaan *i* periode *t*
- POLICY_{i,t}* = variabel dummy untuk kebijakan dividen perusahaan *i* periode *t*
- PAY_{i,t}* = rasio dividen perlembar terhadap earning perlembar perusahaan *i* periode *t*
- SIZE_{i,t}* = log dari total aktiva perusahaan *i* periode *t*
- LEV_{i,t}* = rasio total utang terhadap total aktiva perusahaan *i* periode *t*
- GROWTH_{i,t}* = pertumbuhan penjualan perusahaan *i* periode *t*
- ϵ = the error term

Analisis Empirik

Diskripsi Statistik

Tabel 1. Menyajikan ringkasan diskripsi statistik dari variabel dependen dan independen. Nilai rerata *ROA* sebesar -4,3793 %, Nilai rerata *ROE* sebesar 4,4845 %, Nilai rerata *TOBIN'Sq* sebesar 286,6855 %, Nilai rerata *POLICY* sebesar 0,2292 %, ini menunjukkan bahwa kurang dari 23 % perusahaan non keuangan yang mengambil kebijakan membayar dividen

Nilai rerata *PAY* sebesar 10,0449 %, Nilai rerata *SIZE* sebesar 27,5494 %, nilai rerata *LEV* sebesar 63,9887, Nilai rerata *GROWTH* sebesar 122,4520 %.

Tabel .1.

Descriptive Statistics dari *Variable ROA, ROE, dan TOBIN'Sq*

	Mean	Std. Deviation	N
ROA	-4.3793	289.02043	1536
ROE	4.4845	260.37556	1536
TOBINSq	286.6855	2010.44179	1536
POLICY	.2292	.42043	1536
PAY	10.0449	34.78726	1536
SIZE	27.5494	1.76996	1536
LEV	63.9887	196.67480	1536
GROWTH	122.4520	2101.04050	1536

Hasil Model Regresi

Tabel 2 menunjukkan hasil regresi antara variabel dependen dengan variabel independen. R^2 mengindikasikan bahwa 87,6% dari *Return on Assets* dapat dijelaskan oleh variabel independen yang ada dalam model. Koefisien negatif signifikan dari kebijakan dividen mengindikasikan bahwa kebijakan perusahaan untuk tidak membayar dividen ternyata menurunkan kinerja perusahaan. Ini sejalan dengan teori sinyal dari Bhattacharya (1979), John and William (1985) dan Miller and Rock (1985).

Penemuan ini juga konsisten dengan bukti-bukti empiris (Allen and Mechaely, 2002; Gordon, 1961, 1962; Ross, et al 2001; Shefrin and Statman 1984; Easterbrook, 1984) bahwa kebijakan dividen mempengaruhi harga saham perusahaan. *Leverage* yang juga masuk dalam model untuk menaksir apakah penggunaan utang oleh perusahaan berpengaruh terhadap *Return on Assets* dan ternyata hasilnya menunjukkan bahwa penggunaan utang berpengaruh negatif signifikan terhadap *ROA*

Tabel 2. juga menunjukkan bagaimana beberapa karakteristik tingkat perusahaan mempengaruhi profitabilitas perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia, meskipun beberapa diantaranya pengaruhnya tidak signifikan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien dari *Pay*, *Size* perusahaan, dan *Growth* secara statistik berpengaruh tidak signifikan terhadap *Return on Assets*. Hubungan yang positif dari variabel *Pay* dengan *Return on Assets* mengindikasikan bahwa kenaikan variabel *Pay* ini berasosiasi dengan kenaikan *Return on Assets*. Ukuran perusahaan sebagai kesempatan investasi dan Pertumbuhan penjualan yang digunakan sebagai proksi prospek perusahaan di waktu yang akan datang berhubungan negatif dengan kinerja perusahaan yang diprosikan oleh *Return on Assets* meskipun tidak signifikan

Tabel 3 menunjukkan hasil regresi antara variabel dependen dengan variabel independen. R^2 mengindikasikan bahwa 0,03% dari *Return on Equity* dapat dijelaskan oleh variabel independen yang ada dalam model. Hubungan antara *Return on Equity* dengan kebijakan dividen adalah positif tetapi tidak signifikan.

Tabel 2.
Hasil R`egresi *Policy, Pay, Size, Lev, dan Growth Terhadap ROA*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coef- ficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	102.502	42.044		2.438	.015
POLICY	-15.745	7.469	-.023	-2.108	.035
PAY	.026	.088	.003	.300	.764
SIZE	-.558	1.533	-.003	-.364	.716
LEV	-1.378	.013	-.937	-103.470	.000
GROWTH	.000	.001	-.002	-.203	.839
F-hitung					2.169,017
Sign-F					0,000 *)
R ²					0,876
DW					1,933

Keterangan:

a *Predictors: (Constant), GROWTH, LEV, PAY, SIZE, POLICY*

b *Dependent Variable: ROA*

*) Signifikan 5%

Tabel 3.
Hasil Regresi *Policy, Pay, Size, Lev, dan Growth Terhadap ROE*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coef- ficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-137.234	107.586		-1.276	.202
POLICY	16.834	19.112	.027	.881	.379
PAY	.011	.225	.001	.049	.961
SIZE	4.952	3.922	.034	1.263	.207
LEV	.022	.034	.017	.641	.521
GROWTH	-.001	.003	-.006	-.223	.824
F-hitung					0,777
Sign-F					0,566 *)
R ²					0,003
DW					1,933

Keterangan:

a *Predictors: (Constant), GROWTH, LEV, PAY, SIZE, POLICY*

b *Dependent Variable: ROE*

*) Signifikan 5%

Koefisien positif tidak signifikan dari kebijakan dividen mengindikasikan bahwa kebijakan perusahaan untuk membayar dividen tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan proksi *Return on Equity*. Ini berbeda dengan teori sinyal dari Bhattacharya (1979), John and William (1985) dan Miller and Rock (1985). Penemuan ini juga berbeda dengan bukti-bukti empiris (Allen and Mechaely, 2002; Gordon, 1961, 1962; Ross, et al 2001; Shefrin and Statman 1984; Easterbrook, 1984) bahwa kebijakan dividen

bahwa koefisien dari *Pay*, *Size* perusahaan, dan *Leverage* secara statistik berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *Return on Equity*. Hubungan yang positif dari variabel *Pay* dengan *Return on Equity* mengindikasikan bahwa kenaikan variabel *Pay* ini berasosiasi dengan kenaikan *Return on Equity*. Pertumbuhan penjualan yang digunakan sebagai proksi prospek perusahaan di waktu yang akan datang berhubungan negatif dengan kinerja perusahaan yang diprosikan oleh *Return on Equity* meskipun tidak signifikan

Tabel 4
Hasil Regresi *Policy*, *Pay*, *Size*, *Lev*, dan *Growth* Terhadap TOBIN'Sq

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-603.431	826.671		-.730	.466
POLICY	-.51.845	146.854	-.011	-.353	.724
PAY	.793	1.730	.014	.458	.647
SIZE	32.252	30.133	.028	1.070	.285
LEV	-.105	.262	-.010	-.403	.687
GROWTH	.100	.024	.105	4.117	.000
F-hitung					3,777
Sign-F					0,002 *)
R ²					0,012
DW					2,011

Keterangan:

a *Predictors*: (Constant), *GROWTH*, *LEV*, *PAY*, *SIZE*, *POLICY*

b *Dependent Variable*: TOBIN'Sq

*) Signifikan 5%

mempengaruhi harga saham perusahaan. Tabel 3. juga menunjukkan bagaimana beberapa karakteristik tingkat perusahaan mempengaruhi profitabilitas perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia, meskipun semua variabel pengaruhnya tidak signifikan. Hasil penelitian menunjukkan

Tabel 4 menunjukkan hasil regresi antara variabel dependen dengan variabel independen. R² mengindikasikan bahwa 1,2% dari *TOBINN'Sq* dapat dijelaskan oleh variabel independen yang ada dalam model. Hubungan antara *TOBINN'Sq* dengan kebijakan dividen adalah negatif

tetapi tidak signifikan. Koefisien negatif tidak signifikan dari kebijakan dividen mengindikasikan bahwa kebijakan perusahaan tidak membayar dividen tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan proksi *TOBIN'Sq*. Ini berbeda dengan teori sinyal dari Bhattacharya (1979), John and William (1985) dan Miller and Rock (1985). Penemuan ini juga berbeda dengan bukti-bukti empiris (Allen and Mechaely, 2002; Gordon, 1961, 1962; Ross, et al 2001; Shefrin and Statman 1984; Easterbrook, 1984) bahwa kebijakan dividen mempengaruhi harga saham perusahaan.

Tabel 4. juga menunjukkan bagaimana beberapa karakteristik tingkat perusahaan mempengaruhi rasio nilai pasar terhadap nilai buku perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia, meskipun hanya ada satu variabel yang mempunyai pengaruh signifikan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien pertumbuhan penjualan atau *Growth* berpengaruh positif signifikan ini berarti prospek perusahaan di waktu yang akan datang berhubungan positif signifikan dengan kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *TOBIN'Sq*. *Pay* dan *Size* perusahaan, secara statistik berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *TOBIN'Sq*. Hubungan yang positif dari variabel *Pay* dan *Size* perusahaan dengan *TOBIN'Sq* mengindikasikan bahwa kenaikan variabel *Pay* dan *Size* ini berasosiasi dengan kenaikan *TOBIN'Sq*. *Leverage* yang juga masuk dalam model untuk menaksir apakah penggunaan utang oleh perusahaan berpengaruh terhadap *TOBIN'Sq* dan ternyata hasilnya menunjukkan bahwa penggunaan utang berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *TOBIN'Sq*.

KESIMPULAN

Penelitian yang fokus utamanya bertujuan untuk menginvestigasi dan membuktikan pengaruh kebijakan dividen (*Policy*) terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan-perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 5 tahun. *Ordinary Least Squares* digunakan sebagai model untuk mengestimasi persamaan regresi.. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan perusahaan tidak membayar dividen berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dengan proksi *Return on Assets* yaitu kinerja perusahaan lebih buruk dibandingkan dengan perusahaan yang membayar dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan berlakunya *signalling theory* maupun *information content theory* dalam kebijakan dividen.

Konstruksi penelitian ditambahkan dua persamaan yaitu *Return on Equity* dan *TOBIN'Sq* sebagai kinerja perusahaan untuk memeriksa kekuatan hasil. Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan dengan proksi *Return on Equity* dan *TOBIN'Sq* tidak ada yang signifikan, artinya bahwa baik perusahaan yang membayar dividen maupun yang tidak membayarkan dividen kinerjanya tidak berbeda, hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian pertama di mana kinerja perusahaan yang diproksikan oleh *Return On Assets* menunjukkan hasil yang signifikan bahkan kontradiktif. Hasil penelitian ini tidak memberi dukungan terhadap *signalling theory* maupun *information content theory* tetapi justru mendukung *irrelevant theory*.

DAFTAR PUSTAKA

- Aivazian, V., L. Booth and S. Cleary, 2003. Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. firms?, *Journal of Financial Research* 26, pp. 139-148.
- Allen, F. and R. Mikhaely., 2003. Payout Policy, *Elsevier*, Amsterdam, pp.337-429.
- Amidu, M., 2007. How Does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Stock Exchange?, *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 4, Issue 2, pp.103-112.
- Al-Kuwari, D., 2010. To Pay or Not to Pay: Using Emerging Market Panel Data to Identify Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions, *International Research Journal of Finance and Economics*, pp. 19-32.
- Al-Malkawi, H., 2008. Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordania Panel Data, *International Journal of Business* 13, pp.177-195.
- Brealey, R., and Myers, S., 2003. *Principle of Corporate Finance*, 7th Edition, New York- McGraw Hill.
- Brigham E.F., and Ehrhardt., M.C., 2005. *Financial Management: Theory and Practice*, International Student Edition, South-Western Cengage Learning, Singapore.
- Brigham E.F., and Houston, JF., 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Edisi 10, Terjemahan, Jakarta-Salemba Empat.
- Fama, E. and K. French, 2001. Disappearing Dividends: Changing Firms Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics* 60, pp. 3-43.
- Gordon M. (1961), "The Investment, financing, and Valuation of the Corporation", *Review of Economics and Statistics*.
- Kim, B. and Maddala, G. (1992), "Estimation and Specification Analysis of Models of Dividend Behaviour Based on Censored Panel Data:", *Empirical Economic* 17, III-124.
- Litzenberger, R., and Ramaswamy K. (1979), "The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence", *Journal of Financial Economics*, 7, 163-195.
- Miller, M.H. and Modigliani, F. (1961), "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Miller, M.H. and Rock, K. (1985), "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of finance*, 40, 1031 – 1051.
- Naser, K., R. Nuseibeh and Al-Kuwari, 2004. Dividend Policy of Companies Listed on Emerging Stock Exchanges: Evidence from Banking Sector of the Gulf Cooperation Council, *Middle East Business and Economic Review* 16, pp. 1-12.
- Ramcharran, H. (2001), "An empirical model of dividend policy in emerging equity markets". *Emerging Markets Quarterly*, 5, 39 – 49.
- Shefrin, H.M. and Statman, M. (1984), "Explaining Investor Preference for Cash Dividends", *Journal of Financial Economics* 13 (2), 253-282.