

HUBUNGAN KEBIJAKAN DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN PADA TAHAP MATURE DAN GROWTH

Oleh

Yunike Berry

Universitas Islam '45 Bekasi

Abstract

This paper outline and test the relationship of the dividend policy and the value of the company's manufacturing companies listed on the Indonesia stock exchange at the mature stage and growth. The sample use is divided into several categories. The first model predicts the whole company that pays a dividend a number of 54 companies that pay dividends in the period 2010-2014, and subsequently the company was divided based on two-stage company growth rate that is mature and growth. This study use a purposive sampling method that analyzed by a panel data regression test. The results show there is a significant positive relationship demonstrating dividend policy and corporate values that are at the stage of mature and there is no relationship between dividend policy and the value of the company on the growth stage of manufacturing companies in Indonesia.

Keywords : Dividend Policy, Company Value, Manufacturing Companies

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Kebijakan dividen merupakan salah satu topik yang masih banyak diperdebatkan dalam literatur keuangan. Kebijakan ini terkait pada penggunaan laba perusahaan yang akan digunakan untuk pembagian dividen kepada para pemegang saham, atau menahan laba yang dimiliki guna dana ekspansi atau investasi yang akan datang. Berbagai teori kebijakan dividen yang dikenal saat ini bertalian dengan hasil penelitian Miller dan Modigliani (1961) yang mengemukakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan. Selanjutnya berkembang argumen kebijakan dividen lain antara lain teori *Bird in the hand* (Lintner, 1962 dan Gordon, 1963), teori keagenan (Jensen dan Meckling, 1976) dan teori *signaling* (Bhattacharya, 1979).

Terkait dengan hubungan antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan, disebutkan ada beberapa teori yang memberikan penjelasan berbeda bahkan bertentangan. Teori dividen tidak relevan oleh Miller dan Modigliani (1961) menjelaskan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan ataupun biaya modalnya. Nilai perusahaan bergantung dari kebijakan investasi, bukan pada laba yang dibagi untuk dividen dan laba yang tidak dibagikan (laba ditahan). Argumen teori ini bertolak dari asumsi-asumsi yaitu keputusan-keputusan investasi dan penggunaan hutang yang telah dibuat tidak mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibayarkan, pasar modal sempurna seperti tidak ada emisi dan biaya transaksi dalam pasar modal serta informasi tersedia sama bagi investor dan manajer.

Teori *Bird In the Hand* oleh Myron Gordon dan John Lintner (1963) mengungkapkan bahwa dividen lebih baik dibandingkan *capital gain*, karena dividen yang dibagikan kurang mengandung risiko, sehingga perusahaan semestinya membentuk rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi dengan menawarkan *dividend yield* yang tinggi untuk memaksimalkan harga saham. Banyak penelitian yang telah memberikan kontribusi pemikiran teoritis dan juga berbagai bukti empiris yang berkaitan dengan kebijakan dividen suatu perusahaan.

Sehubungan dengan hal tersebut, dividen menjadi sangat penting dengan berbagai alasan, antara lain: perusahaan menggunakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini secara tidak langsung erat juga kaitannya dengan penilaian kinerja perusahaan. Kebijakan dividen menjadi penting karena mempengaruhi kesempatan investasi perusahaan, harga

saham, struktur finansial, arus pendanaan dan posisi likuiditas. Dengan kata lain, kebijakan dividen menyediakan informasi mengenai nilai dan kinerja perusahaan.

Secara empiris, berbagai penelitian telah dilakukan dan menyatakan pada perusahaan-perusahaan yang membayarkan dan meningkatkan pembayaran dividen mengalami kenaikan harga saham dan begitu juga sebaliknya. Pandangan berbeda dari bukti empiris tersebut menjadi salah satu motivasi penelitian yang menguji hubungan dividen dan nilai perusahaan-perusahaan yang hingga saat ini masih menjadi permasalahan penting dan belum terpecahkan dalam bidang keuangan.

Banyak faktor yang bisa mempengaruhi perusahaan menetapkan kebijakan dividen. Penelitian Fama dan French (2001) menambahkan dimensi baru pada penelitian mengenai dividen dengan menguji faktor yang menentukan pembayaran dividen suatu perusahaan. Hasil penelitiannya menemukan bahwa kebijakan dividen di perusahaan-perusahaan AS ditentukan oleh karakteristik profitabilitas, kesempatan investasi perusahaan dan ukuran perusahaan. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi dan tingkat pertumbuhan rendah cenderung membayar dividen, sementara perusahaan dengan tingkat keuntungan rendah dan pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk mempertahankan keuntungan. Hal ini terkait dengan *dividend life-cycle hypothesis*.

Menurut teori siklus hidup dividen perusahaan yang dikemukakan oleh Bulan dan Subramanian (2009), perusahaan yang berada pada tahap *growth* menghadapi peluang investasi yang relatif besar tetapi tidak cukup menguntungkan dan mampu memenuhi kebutuhan kas internal. Selain itu juga harus meningkatkan modal dari sumber eksternal. Dampaknya perusahaan akan menghemat dan salah satu caranya tidak melakukan pembayaran dividen. Sementara perusahaan yang sudah mencapai tahap kedewasaan dalam siklusnya akan mengalami penurunan peluang investasi, pertumbuhan dan profitabilitasnya sudah cenderung stabil, risiko sistematis menurun, dan perusahaan menghasilkan lebih banyak uang secara internal. Dampaknya perusahaan mulai membayarkan dividen untuk mendistribusikan labanya kepada pemegang saham.

Beberapa penelitian mengenai kebijakan dividen telah banyak dilakukan di negara-negara maju. Namun, hanya sebagian kecil yang dilakukan pada negara berkembang. Meskipun teori siklus hidup perusahaan ini lebih dikembangkan di negara maju seperti Amerika dan Eropa, namun dari hasil-hasil penelitian pada negara berkembang terbukti siklus hidup perusahaan memiliki peran yang penting dalam kebijakan dividen. Fairchild *et al* (2014) mengemukakan dalam hasil penelitiannya bahwa *life cycle hypothesis* berperan dalam perubahan kebijakan dividen pada perusahaan di negara Thailand. Baker dan Powel (2002) melakukan sebuah survey komprehensif pada perusahaan-perusahaan Indonesia dan menemukan bahwa para manajer percaya kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan hasil survei tersebut juga menunjukkan beberapa faktor penentu kebijakan dividen antara lain stabilitas pendapatan dan kebutuhan pemegang saham. Selain itu, hasil survei juga menunjukkan *signaling*, *catering*, dan *life cycle hypothesis* mampu menjelaskan alasan mengapa manajer membayar dividen.

Berdasarkan dari penjelasan data dan permasalahan tersebut, masih diperlukan bukti empiris yang menguji hubungan kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada perusahaan dari sisi *life cycle hypothesis* (dalam hal ini yang berada di tahap *growth* dan *mature*) di Indonesia. Penelitian ini akan menggunakan perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur, karena perusahaan dalam kelompok ini adalah emiten terbesar yang terdaftar dalam BEI dibandingkan perusahaan yang lain, serta memiliki sensitifitas yang tinggi terhadap perubahan perekonomian yang terjadi di dunia.

1.2 Tujuan Penelitian dan Rumusan Masalah

Penelitian ini memberikan salah satu bukti empiris mengenai hubungan kebijakan dividend an nilai perusahaan apada perusahaan manufaktur di Indonesia. Sementara rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

- a. Bagaimana hubungan kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur?
- b. Bagaimana hubungan kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang berada di tahap *Mature*?
- c. Bagaimana hubungan kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang berada di tahap *growth*?

TINJAUAN PUSTAKA

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berkaitan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, penentuan besarnya pembayaran dividen dan besarnya laba ditahan untuk kepentingan pihak perusahaan. Van Horne *et al* (1997) menyatakan bahwa penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen. Tujuan pemanfaatan laba ditahan sebagai sumber dana internal perusahaan sering menjadi konflik, karena setiap perusahaan menginginkan adanya peningkatan pertumbuhan perusahaan namun disisi lain juga harus membayarkan dividen kepada pemegang saham. Semakin tinggi pembayaran dividennya maka sedikit laba yang ditahan perusahaan dan menghambat tingkat pertumbuhan perusahaan.

Di Indonesia, ada kebijakan standar atau prosedur yang mengatur pembayaran dividen, meskipun membayar dividen belum wajib dan sebagian besar masih tergantung pada Rapat Umum Pemegang Saham. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan di Indonesia bebas untuk memutuskan kapan dan berapa banyak untuk membayar dividen untuk tahun bisnis keuangan tertentu. Karena hal tersebut terkait dengan nilai perusahaan yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan hasil kinerja saham perusahaan untuk digunakan guna kesejahteraan pemegang saham. Dikatakan nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Hal ini berkaitan dengan nilai pasar (*market value*). Perusahaan dengan tingkat pengembalian ekuitas yang relatif tinggi biasanya menjual dengan perkalian nilai buku yang lebih besar jika dibanding perusahaan yang pengembaliannya rendah (Brigham dan Houston, 2006).

Indonesia adalah negara berkembang yang memiliki perekonomian terbesar di Asia Tenggara dan salah satu pasar negara berkembang yang terkemuka di dunia. Seperti banyak negara berkembang lainnya dengan indeks tata kelola perusahaan yang relatif rendah, perilaku perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) tampaknya berbeda dari apa yang biasanya terjadi sehubungan dengan pasar lain di dunia, terutama di Amerika Serikat dan Eropa. Ini berarti bahwa apa yang membuat perusahaan membayar dividen masih merupakan tanda tanya. Hal ini menjadi salah satu alasan lahir penelitian-penelitian mengenai perbedaan karakteristik dan faktor-faktor yang menentukan perusahaan membayar dividen.

Terdapat beberapa penelitian dengan konteks penelitian negara Indonesia yang menggunakan peran siklus hidup perusahaan. Kallapur dan Trombley (1999) menunjukkan bahwa perusahaan yang tidak bertumbuh (*mature*) cenderung untuk membayar dividen dalam jumlah yang lebih besar, sedangkan perusahaan pada tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk menggunakan dana internalnya untuk membiayai pertumbuhannya, sehingga berakibat dividen yang dibayarkan menjadi kecil. Perusahaan yang berada dalam tahapan siklus hidup yang berbeda akan memiliki kemampuan yang berbeda pula dalam kemampuan membayar dividennya, sesuai dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam tahapan siklus hidup tersebut.

Dikatakan nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Hal ini berkaitan dengan nilai pasar (*market value*). Perusahaan dengan tingkat pengembalian ekuitas yang relatif tinggi biasanya menjual dengan perkalian nilai buku yang lebih besar jika dibanding perusahaan yang pengembaliannya rendah (Brigham dan Houston, 2006). Selain itu, nilai perusahaan dapat diketahui dengan menggunakan informasi yang ada dalam laporan keuangan perusahaan dengan menggunakan pendekatan atau teknik tertentu (Chung dan Pruitt, 1994), yaitu Tobin's Q. Nilai perusahaan dalam penelitian ini dihitung menggunakan Tobin's q karena dua alasan. Pertama, tidak adanya konsensus mengenai pengukuran kinerja keuangan perusahaan, dan pengukuran kinerja dibagi menjadi dua kategori, yaitu tingkat pengembalian akuntansi dan pengukuran dengan menggunakan *market return*. Tobin's Q merupakan pengukuran alternatif, baik mengukur *profitability* maupun mengukur *holding period rate-of-return*. Kedua, baik pengukuran akuntansi maupun pengukuran pasar mempunyai kelebihan dan kekurangan. Misalnya, pengukuran pasar dapat menyediakan informasi yang akurat mengenai maksimalisasi kekayaan para pemegang saham. Namun pengukuran pasar juga dapat menjadi bias oleh adanya *bullish expectations*, oleh karena itu gagal untuk mencerminkan nilai atau kinerja perusahaan yang sesungguhnya.

Menurut teori siklus hidup dividen perusahaan yang dikemukakan oleh Bulan dan Subramanian (2009), perusahaan yang berada pada tahap *growth* menghadapi peluang investasi yang relatif besar tetapi tidak cukup menguntungkan dan mampu memenuhi kebutuhan kas internal. Selain itu juga harus meningkatkan modal dari sumber eksternal. Dampaknya perusahaan akan menghemat dan salah satu caranya tidak melakukan pembayaran dividen. Sementara perusahaan yang sudah mencapai tahap kedewasaan dalam siklusnya akan mengalami penurunan peluang investasi, pertumbuhan dan profitabilitasnya sudah cenderung stabil, risiko sistematis menurun, dan perusahaan menghasilkan lebih banyak uang secara internal. Dampaknya perusahaan mulai membayarkan dividen untuk mendistribusikan labanya kepada pemegang saham.

Hal tersebut menunjukkan ada kecenderungan bahwa perusahaan yang berumur lebih tua, dikategorikan sebagai perusahaan *mature* memiliki kebijakan dividen yang berbeda dengan perusahaan yang berumur relatif lebih muda. Dividen cenderung akan dibayar oleh perusahaan yang berada pada tahapan *mature* yang mana kesempatan untuk berkembang sudah rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh sudah tinggi. Sedangkan perusahaan yang sedang berada pada tahap *growth* dengan kesempatan investasi yang masih tinggi lebih cenderung untuk mempertahankan labanya daripada membayar dividen (DeAngelo *et al*, 2006). Siklus hidup perusahaan menjadi salah satu faktor pertimbangan bagi perusahaan dalam menetapkan pembayaran dividen.

Selama tahap pertumbuhan (*growth*) fokus perusahaan adalah pada pengeluaran untuk pengembangan produk, pengembangan pasar dan pengeluaran modal yang bertujuan agar diterima di pasar. Perusahaan pada tahap ini membutuhkan banyak dana untuk berkembang, sehingga tingkat pembayaran dividen cenderung rendah. Pada tahap *mature* laba yang diperoleh perusahaan sudah tidak fokus pada pengembangan perusahaan, sehingga pada tahap ini tingkat pembayaran dividen tinggi dengan kondisi perusahaan yang sudah mantap.

Tahap *growth* ditandai dengan pertumbuhan penjualan yang relatif masih tinggi, meskipun resiko sudah tidak setinggi pada tahap pengenalan. Tingginya pertumbuhan penjualan, laba yang diperoleh mungkin tidak cukup untuk membiayai ekspansi yang diperlukan. Dengan demikian, perusahaan yang berada di tahap ini akan mempunyai tingkat pembayaran dividen yang rendah, dan memerlukan pendanaan eksternal untuk membiayai ekspansinya. Sementara untuk tahap *mature*, pertumbuhan penjualan masih terjadi tetapi dalam tingkat yang lebih rendah dibandingkan tahap *growth* dikarenakan produksi sudah dalam jumlah yang cukup besar untuk memenuhi permintaan pasar, umumnya laba yang diperoleh cukup untuk membiayai pertumbuhan usaha. Dengan berdasarkan hal yang telah dijelaskan sebelumnya, maka penulis dapat merumuskan hipotesis sebagai berikut:

- H1: Kebijakan dividen berhubungan positif dengan nilai perusahaan.
- H2: *Dividen payout ratio* berhubungan positif dengan nilai perusahaan, ketika perusahaan berada pada tahap *mature*.
- H3: *Dividen payout ratio* berhubungan negatif dengan nilai perusahaan, ketika perusahaan berada pada tahap *growth*.

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sample Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Pemilihan periode penelitian didasarkan pada penggunaan data terbaru dari data yang tersedia agar lebih relevan dengan kondisi perekonomian saat ini. Penelitian ini menggunakan data panel dengan teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria memiliki semua unsure pengukuran variable dan merupakan perusahaan yang melakukan pembagian dividen. Berikut tabel pemilihan sampel:

Tabel 1
Proses Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
------------	--------

Perusahaan non keuangan yang pernah membayar dividen 2004-2013	54
Perusahaan non keuangan yang masuk tahap <i>mature</i> (proksi RETE)	37
Perusahaan non keuangan yang masuk tahap <i>mature</i> (proksi FCF)	41
Perusahaan non keuangan yang masuk tahap <i>mature</i> (proksi AGE)	47
Perusahaan non keuangan yang masuk tahap <i>growth</i> (proksi RETE)	19
Perusahaan non keuangan yang masuk tahap <i>growth</i> (proksi FCF)	15
Perusahaan non keuangan yang masuk tahap <i>growth</i> (proksi AGE)	9

Sumber : data diolah, 2016

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *unbalanced* panel dengan jumlah sampel adalah 54 perusahaan. Hal ini disebabkan untuk setiap variable, ketersediaan informasi tidak sama, sehingga jumlah observasi bisaberbeda untuk setiap variable. Sampel penelitian ditentukan dan dikategorikan sebagai perusahaan tahap *mature* dan *growth*. Perusahaan yang memiliki nilai diatas rata-rata termasuk kategori *mature* dan perusahaan yang nilainya berada dibawah rata-rata termasuk kategori *growth*.

3.2 Definisi operasional variabel

3.2.1 Nilai Perusahaan

Variabel dependen penelitian ini adalah nilai perusahaan. Nilai perusahaan dihitung menggunakan Tobin's q yang dikembangkan oleh James Tobin (1967). Tobin's q diperoleh dari jumlah total saham yang beredar * harga saham kemudian dijumlahkan dengan total hutang lalu dibagi dengan total aset.

3.2.2 Kebijakan dividen

Variabel independen penelitian ini adalah kebijakan dividen yang dihitung dengan dua proksi yaitu *dividend payout ratio*. *Dividend payout ratio* (DPR) dihitung dengan rasio dividen per lembar saham dan laba per lembar saham.

3.2.3 Siklus Hidup Perusahaan

Penelitian ini akan membagi sampel menjadi dua kategori yaitu *growth* dan *mature*. Kriteria pengelompokkan dikembangkan dari penelitian Wardhana *et al* (2014), dengan menggunakan indikator laba ditahan dalam total aset (RETE), usia perusahaan, *free cash flow*. Setiap indikator dihitung nilainya, kemudian dirangking (mengacu pada penelitian Park dan Chen (2006)). Dari hasil nilai yang didapat dihitung nilai *mean* nya kemudian setiap nilai indikator dikelompokkan. Nilai diatas rata-rata masuk kategori *mature* dan nilai yang dibawah rata-rata masuk kategori *growth*.

3.2.4 Variabel Kontrol

Dalam penelitian ini ada beberapa variabel kontrol yang digunakan yaitu *leverage*, ukuran perusahaan, profitabilitas. Variabel kontrol yang disertakan dalam penelitian memperhitungkan variabilitas aliran pendapatan perusahaan, kondisi informasi asimetris pada pasar, pertumbuhan dan peluang investasi perusahaan.

3.3 Metode Analisis Data

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi data panel. Persamaannya sebagai berikut:

$$FV = \alpha + b_1KD_{it} + b_2DEBT_{it} + b_3SIZE_{it} + b_4ROA_{it} + e_{it}$$

Pengujian hipotesis 1 adalah menguji hubungan kebijakan dividen (KD) dan nilai perusahaan (FV) yang akan terbagi dalam dua bagian, sesuai dengan proksi kebijakan dividen yaitu *dividend payout ratio* dan Nilai perusahaan yaitu Tobin's Q.

Selanjutnya pada hipotesis 2 dan 3 adalah menguji hubungan kebijakan dividen dan nilai perusahaan di tahap *Mature* dan *Growth*. Selanjutnya dilakukan uji regresi untuk menunjukkan hubungan kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada tahap *mature* dan *growth*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Sampel Penelitian

Tabel 2
Statistik Deskriptif Seluruh Sampel

Kriteria	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std.Dev	Observations
DPR	0,4365	0,3058	4,5070	1,0002	0,4678	198
TOBQ	2,2789	1,2624	15,5229	0,5485	2,6263	280
DEBT	0,4416	0,4376	0,9311	0,0943	0,1974	280
ROA	0,1466	0,0911	5,1082	-6,5540	0,6493	280
SIZE	14,6700	14,3967	19,2794	11,4051	0,5928	280

Tabel 2 menyajikan data statistik deskriptif umum keseluruhan sampel dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian. Variabel DPR menunjukkan kebijakan dividen dalam perusahaan. Rasio pembayaran dividen pada seluruh perusahaan manufaktur selama periode pengamatan rata-ratanya adalah 0,4365. Dengan nilai deviasi standar 0,4678 lebih besar dari nilai meannya yang berarti rata-rata DPR dari semua perusahaan tersebut memiliki varian yang besar.

Variable TOBQ menunjukkan nilai perusahaan. Rata-rata TOBQ pada seluruh sampel adalah 2,2789 yang berarti bahwa secara umum nilai kapitalisasi pasar ditambah nilai buku hutang sekitar 2,2789 kali nilai asset. DEBT, ROA dan SIZE adalah tiga variabel kontrol dalam penelitian ini. DEBT menunjukkan rasio tingkat hutang dan total asset perusahaan. ROA menunjukkan tingkat profitabilitas perusahaan, sementara SIZE merupakan ukuran perusahaan. Dari hasil tabel tersebut dapat dilihat bahwa untuk nilai perusahaan, tingkat hutang, tingkat profitabilitas dan ukuran perusahaan-perusahaan di Indonesia memiliki varian yang kecil (nilai nya hampir sama masing-masing perusahaan).

4.2 Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Pengujian hipotesis pertama bertujuan untuk mengetahui hubungan kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Periode pengamatan lima tahun dan hasil pengujian hipotesis disajikan dalam tabel 3 berikut:

Tabel 3
Hasil Uji Model Data Panel

	DPR	DEBT	ROA	SIZE
TOBQ	2,260 (0,000) ***	0,934 (0,372)	1,82 (0,002)***	0,394 (0,001)***
R ²	0,13			

*** = signifikan pada level 0,01

** = signifikan pada level 0,05

* = signifikan pada level 0,1

Angka dalam kurung menjelaskan nilai signifikansi penelitian

Berdasarkan hasil uji hipotesis maka dapat disimpulkan kebijakan dividen dan nilai perusahaan signifikan pada 1% dan memiliki nilai koefisien positif sebesar 2,26. Untuk variabel kontrol ROA dan SIZE hasilnya signifikan dengan koefisien yang positif. Hal ini mengindikasikan bahwa hubungan *dividend payout ratio* terhadap nilai perusahaan dapat berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Semakin tinggi pembayaran dividen maka semakin tinggi nilai perusahaannya. Model *signaling* dividen bisa diterapkan untuk konteks Indonesia. Model *signaling* dividen merupakan salah satu model yang mendasari adanya dugaan pengumuman perubahan dividen mempunyai kandungan informasi bagi para investor mengenai nilai perusahaan. Model ini menjelaskan bahwa informasi tersebut tentang perubahan yang dibayarkan, digunakan investor sebagai *signal* tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Peningkatan dividen yang dibayarkan dianggap *signal* keuntungan bagi para investor, sehingga menimbulkan reaksi positif terhadap harga saham. Sebaliknya penurunan dividen yang dibayarkan sebagai *signal* bahwa prospek perusahaan kurang menguntungkan, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif.

Tabel 4
Hasil Regresi Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Tahap Mature

Variabel Independen	RETE	FCF	AGE
	Variabel Dependen		
	TOBQ	TOBQ	TOBQ
DPR	0,89 (0,00) ***	2,47 (0,00) ***	2,37 (0,02) **
DEBT	3,08 (0,00) ***	3,32 (0,02) **	0,81 (0,47)
ROA	25,41 (0,00) ***	1,49 (0,02) **	1,77 (0,00) ***
SIZE	0,19 (0,01) **	0,31 (0,02) **	0,44 (0,00) ***
R ²	0,79	0,19	0,20

*** = signifikan pada level 0,01

** = signifikan pada level 0,05

* = signifikan pada level 0,1

Angka dalam kurung menjelaskan nilai signifikansi penelitian

Hasil koefisien uji hipotesis variabel DPR pada perusahaan tahap *mature* menunjukkan nilai positif (signifikan 5%). Nilai positif berarti pada perusahaan-perusahaan pada tahap *mature*, setiap kebijakan dividen yang dilakukan pembayaran dividen kepada para pemegang sahamnya, maka akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar 0,89 (proksi RETE). Hal ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa perusahaan yang berada pada tahap *mature* (tidak tumbuh) akan lebih banyak membagikan dividen sebagai upaya untuk mencegah manajemen menginvestasikan dana pada proyek yang kurang menguntungkan perusahaan (Jayanti, 2009)

Tabel 5
Hasil Regresi Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Tahap Growth

Variabel Independen	RETE	FCF	AGE
	Variabel Dependen		
	TOBQ	TOBQ	TOBQ
DPR	0,26 (0,63)	-0,15 (0,55)	-2,43 (0,28)

DEBT	-0,36 (0,58)	1,14 (0,01) **	3,41 (0,12)
ROA	-0,01 (0,92)	10,39 (0,00) ***	13,60 (0,00)***
SIZE	0,32 (0,00) ***	0,24 (0,00) ***	0,39 (0,13)
R ²	0,28	0,71	0,28

*** = signifikan pada level 0,01

** = signifikan pada level 0,05

* = signifikan pada level 0,1

Angka dalam kurung menjelaskan nilai signifikansi penelitian

Dari table 5 diatas didapatkan hasil bahwa untuk perusahaan manufaktur yang berada di tahap *growth* dengan kategori FCF, AGE dan RETE tidak terbukti ada pengaruh antara kebijakan dividend an nilai perusahaan. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang menunjukkan hubungan negatif antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada tahap *growth*. Dan menunjukkan berkurangnya pembayaran dividen belum tentu sinyal kepada pasar bahwa perusahaan sedang bertumbuh. Hal ini mengindikasikan bahwa hubungan *dividend payout ratio* terhadap nilai perusahaan tidak dapat berpengaruh secara positif (negatif) terhadap nilai perusahaan yang disebabkan karena adanya faktor-faktor tertentu. Pertama, adanya pola pikir investor yang berbeda dapat menjadi penyebab seorang investor dapat saja berpikir jika suatu perusahaan membagikan dividen dengan rasio yang cukup tinggi terhadap harga sahamnya maka perusahaan dianggap tidak mempunyai cadangan dana yang cukup berasal dari laba ditahan untuk dapat digunakan sebagai sumber pendanaan bagi pengembangan perusahaan dalam jangka panjang sehingga dapat menyebabkan perusahaan tidak dapat bertahan hidup

SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Tujuan perusahaan salah satunya dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi-fungsi manajemen keuangan dengan tepat. Setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain yang akan berdampak terhadap nilai perusahaan. Keputusan keuangan yang dimaksud antara lain keputusan investasi, pendanaan dan kebijakan dividen. Isu mengenai kebijakan dividen ini menjadi sangat penting, ada beberapa faktor yang menjadi alasannya, salah satunya sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang.

Penelitian ini menguji hubungan tersebut dalam konteks indonesia dengan mengambil sampel seluruh perusahaan manufaktur yang membayar dividen periode 2010-2014. Sampel akhir yang digunakan dalam penelitian sebanyak 54 perusahaan. Selain itu, penelitian ini menggunakan faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan yaitu siklus hidup perusahaan sebagai dasar pengelompokkan perusahaan. Penelitian ini menemukan hubungan kebijakan dividen dan nilai perusahaan manufaktur di Indonesia adalah positif. Sementara hubungan kebijakan dividen dengan nilai perusahaan manufaktur pada tahap *mature* adalah positif, yang menunjukkan pada perusahaan yang telah berada di tahap *mature* semakin meningkatnya pembayaran dividen diikuti peningkatan nilai perusahaan. Perusahaan mulai membayarkan dividennya ketika mencapai tahap kedewasaan dalam siklusnya, dalam hal ini mengalami penurunan peluang investasi, pertumbuhan serta profitabilitasnya. Hubungan kebijakan dividen dengan nilai perusahaan non keuangan pada tahap *growth* tidak terbukti negatif. Hal ini menjadi salah satu saran untuk penelitian selanjutnya dengan menggunakan sampel lebih besar untuk pengujian kembali hubungan kebijakan dividen dan nilai perusahaan.

5.2 Keterbatasan dan Saran

Penelitian dan pembahasan yang dilakukan peneliti tidak terlepas dari keterbatasan oleh karena kendala dan kondisi dalam beberapa hal. Keterbatasan yang dialami peneliti dapat menjadi pertimbangan dan saran bagi penelitian selanjutnya. Adapun batasan penelitian adalah sebagai berikut: (1) Menggunakan seluruh sampel perusahaan manufaktur dan belum membedakan karakteristik antar perusahaan. Untuk penelitian selanjutnya karakteristik ini mungkin dapat diatasi dengan mengontrol jenis industri; (2) Proksi nilai perusahaan dalam penelitian ini hanya menggunakan Tobin's q. Penelitian selanjutnya bisa menggunakan beberapa proksi yang mencerminkan nilai; (3) Proksi-proksi variabel yang digunakan untuk pengelompokkan siklus hidup perusahaan hanya sebatas pada profitabilitas, tingkat laba yang ditahan dan usia perusahaan. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi variabel lain dalam siklus hidup perusahaan, seperti karakteristik struktur kepemilikan perusahaan; (4) Selain teori *signaling*, teori tax preference bisa menjadi isu menarik yang dibahas dalam konteks Indonesia

DAFTAR PUSTAKA

- Baker, H.K., Powell, G.E., dan Veit, E.T., 2002. "Revisiting the dividend puzzle: Do all of the pieces now fit?". *Review of Financial Economics*. Vol. 11. Halaman 241-261
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy. *The Bell Journal of Economics*. Vol 10. Halaman 259-270
- Black, F. 1976. The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*. Vol 2. Halaman 5-8
- Brigham, Eugene F. & Houston, Joel F. 2006. *Fundamentals of Financial Management*. Buku 1, edisi 10. Salemba Empat: Jakarta.
- Bulan, Laarni T dan Narayanan Subramanian. 2009. Dividends and Dividend Policy. Ch.12: The Firm Life Cycle Theory of Dividends.
- Chen, Zhilan. 2005. "Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hongkong". *Pacific-Basin Finance Journal*. Vol. 13. Halaman 431-449
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., dan Skinner, D. 1996. Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*. Vol. 40. Halaman 341-371
- Fairchild, Richard. Yilmaz Guney dan Yordying Thanatawee. 2014. Corporate Dividend Policy in Thailand: Theory and Evidence. *International Review of Financial Analysis*. Vol 31 Halaman 129-151
- Fama, E. F., dan K. R. French. 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?. *Journal of Financial Economics*. Vol. 60 Halaman 3-43.
- Jayanti, Esih. 2009. Firm's life cycle, Biaya Keagenan, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang, studi: pada Bursa Efek Indonesia. Tesis studi manajemen. Universitas Gadjah Mada
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. Halaman 305-360.
- Kallapur, S dan M.A Trombley. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 26, No.3, Halaman 505-519.
- Litner, John. 1962. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *The American Economic Review*. Vol 46. Halaman 97-113.
- Miller, Merton H. Dan Franco Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*. Vol 34. Halaman 411-33
- Van Horne, James C dan Wachowicz, John M Jr. 1997. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Salemba Empat. Jakarta
- Wardhana, Leo Indra. Eduardus Tandaililin. I Wayan Nuka Lantara dan John Eddy Junarsin. 2014. Dividend Policy in Indonesia: A Life Cycle Explanation. Working Paper