

## **Bab 11**

### **Kebijakan Dividen**

#### **Pendahuluan**

Keputusan pembayaran dividen harus dilakukan direksi perusahaan setiap tahunnya dan harus mempunyai pertanggungjawabannya pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Bila direksi memutuskan tidak memberikan dividen maka direksi harus melaporkan dan memberikan alasan yang dapat dipertanggungjawabkan atau dapat diterima pada RUPS tahunan perusahaan. Pembayaran dividen bisa memberikan dua arti kepada pemegang saham yaitu, pertama, perusahaan tidak mampu memberikan hasil yang lebih besar bila dana tetap pada perusahaan. Kedua, perusahaan memiliki kelebihan dana sehingga perusahaan memberikannya kepada pemegang saham untuk mengelolanya.

Pada sisi lain, pembayaran dividen merupakan sebuah strategi yang dipergunakan agar saham perusahaan mengalami kenaikan. Karena harga saham akan meningkat seiring dengan kenaikan dividen dan dituangkan dalam model perhitungan harga saham dengan pendekatan diskonto dividen. Ada juga pemberian dividen dikarenakan untuk memenuhi keinginan investor yang sangat bervariasi, misalkan dana pensiun yang sangat menginginkan dividen dikarenakan tidak dikenakan pajak bila mendapat dividen. Masyarakat yang berpendapatan rendah menginginkan dividen dikarenakan untuk menambah pendapatan dalam rangka memenuhi kehidupan sehari-hari. Sementara masyarakat yang berpenghasilan tinggi menginginkan dividen yang rendah untuk mendapatkan kapital gain yang tinggi.

Pembahasan dividen telah banyak dibahas sebelum Lintner (1956) melakukan penelitian kepada 600 perusahaan secara intensif interview kepada 28 perusahaan dengan mengemukakan hasil penelitian mengenai distribusi dividen dan mencoba menyampaikan model dividen. Miller dan Modigliani (1961) menyampaikan tidak ada pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Walter (1963) menguraikan kebijakan dividen pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Fama dan Blahnik (1968) memberikan sebuah model kebijakan dividen. Watt (1973) mendiskusikan tentang isi informasi dari dividen. Pettit (1977) membahas pajak, biaya transaksi dan pengaruh clientele pada dividends. Bhattacharya (1979) menjelaskan informasi yang tidak sempurna diterima investor dan kebijakan dividen. Rozef (1982) membahas pertumbuhan, beta dan biaya agensi sebagai determinan dari rasio dividen payout. Litzenberger dan Ramaswamy (1982) mengemukakan pengaruh dividen terhadap harga saham. John dan Williams (1985) mendiskusikan signal keseimbangan dikarenakan pajak dividen. Allen dkk (2000) menguraikan teori dividen berdasarkan kelompok pajak. Baker dan Wurgler (2004) menguraikan Catering dari teori dividen.

Selanjutnya, perusahaan yang memiliki free cash-flow dapat dipergunakan untuk dua tindakan yang diberikan kepada pemegang saham yaitu membagikan dividen secara tunai dan membeli kembali saham (repurchase stocks). Kedua tindakan tersebut dilakukan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Pembayaran tunai sebagai dividen kepada pemegang saham dianggap bisa memberikan peningkatan dalam nilai perusahaan.

Selanjutnya akan membahas teori kebijakan dividen, model-model yang berkembang dan selalu dipergunakan dan akhirnya menguraikan penelitian yang menyangkut kebijakan dividen dan pembayaran dividen baik diluar negeri dan Indonesia.

## Teori Kebijakan Dividen

Teori dividen berkembang terus dan mengalami kemajuan dan sampai saat ini ada beberapa teori yang telah dikemukakan sebagai berikut<sup>1</sup>:

### a. Hipotesa Irrelevant Dividen

Teori ini menyatakan bahwa tidak ada pengaruhnya kebijakan dividen yang diputuskan atau dilaksanakan perusahaan terhadap nilai perusahaan (aset) yang dimiliki. Investor yang memiliki saham pada perusahaan tidak akan terpengaruh nilai aset/investasi bila perusahaan melakukan atau memutuskan membagi dividen. Tidak ada pengaruhnya kebijakan dividen terhadap investasi/aset investor dikarenakan investor bisa membuat dividen sendiri (homemade).

Contoh berikut dapat menjelaskan persoalan bahwa tidak relevannya kebijakan dividen terhadap nilai aset investor. Misalkan, Gracio memiliki 100 saham BNBR dimana harganya saat Rp. 60 per saham. BNBR akan membagikan dividen sebesar Rp. 10 per saham dan ternyata Gracio mengharapkan dividen sebesar Rp. 15 per saham. (Catatan: 10 saham dijual setelah ex-date). Adapun perhitungan dalam dividen homemade dan adanya pembayaran dividen sesuai harapan investor sebagai berikut:

	Homemade Dividen	Dividen Rp. 15,-
Tunai dari Dividen	Rp. 1.000,-	Rp. 1.500,-
Jual Saham: 10 saham (10 xRp.50)	Rp. 500,-	Rp. 0,-
Total Tunai yang diterima	Rp. 1.500,-	Rp. 1.500,-
Nilai Asset (90 saham x Rp. 50)	Rp. 4.500,- (Rp. 45 x 100)	Rp. 4.500,-

Pada perhitungan diatas secara jelas, ada tidaknya dividen tidak berpengaruh terhadap nilai aset investor. Bila nilai aset investor merupakan nilai perusahaan, maka tidak ada pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Aset investor awalnya dengan homemade Rp. 6.000,- (Rp.4.500 + Rp. 1.000 + Rp. 500) dan juga bila ada pembagian dividen sesuai harapan investor Rp. 6.000,- (Rp. 4.500 + Rp. 1.500). Artinya, kebijakan dividen yang diambil tidak mempengaruhi nilai aset yang dimiliki investor. Bila nilai aset yang dimiliki investor tersebut sama dengan nilai perusahaan maka tidak ada pengaruh kebijakan terhadap nilai perusahaan.

Miller dan Modigliani (1961) dalam papernya yang terkenal dengan pasar yang sempurna, bahwa kebijakan dividend perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaannya. Argumentasinya bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh pilihan investasi yang optimal. Pembayaran dividen merupakan selisih (residual) antara pendapatan dan investasi. Sehingga dividen yang dibayar selalu disesuaikan terhadap

<sup>1</sup> Husam-Aldin N. Al-Malkawi; Michael Rafferty and Rekha Pillai (2010); Dividend Policy: Areview of Theories and Empirical Evidence; International Bulletin of Business Administration; Issue 9; pp. 171 – 200.

level pendapatan dan juga jumlah sahamnya. Untuk membuktikan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan maka matematis berikut akan menjelaskannya. Misalkan  $V_t$  = nilai perusahaan;  $I_t$  = level investasi perusahaan;  $E_t$  = pendapatan perusahaan;  $D_t$  = dividen perusahaan;  $\Delta S_t$  jumlah saham yang diterbitkan. Tingkat pendapatan perusahaan pada  $t+1$  dinyatakan  $E_{t+1}(I_t, \theta_{t+1})$ , tergantung pada level investasi  $I_t$  dan peubah acak (random variable)  $\theta_{t+1}$ . Karena  $\theta_{t+1}$  adalah hari terakhir (final date), sehingga seluruh pendapatan dibayarkan pada  $t+1$ . Asumsi pasar sempurna, misalkan:

$p_t(\theta_{t+1})$  = harga konsumsi pada waktu  $t$  dalam keadaan  $\theta$

Maka:

$$V_t = D_t - \Delta S_t + \int p_t(\theta_{t+1}) E_{t+1}(I_t, \theta_{t+1}) d\theta_{t+1} \quad (1)$$

Persamaan untuk sumber dan penggunaan dana di perusahaan pada saat ini  $t$ :

$$E_t + \Delta S_t = I_t + D_t \quad (2)$$

Persamaan (2) dapat disusun menjadi sebagai berikut:  $E_t - I_t = D_t - \Delta S_t$ .

Pembayaran saat ini,  $D_t - \Delta S_t$ , maka persamaan (1) dapat disusun kembali menjadi:

$$V_t = E_t - I_t + \int p_t(\theta_{t+1}) E_{t+1}(I_t, \theta_{t+1}) d\theta_{t+1} \quad (3)$$

Berdasarkan persamaan (3) maka nilai perusahaan tidak mempunyai hubungan dengan kebijakan dividen, dimana nilai perusahaan hanya ditentukan oleh pendapatan  $E_t$  dan investasi perusahaan  $I_t$ .

Bila dilakukan periode menjadi dua periode maka persamaannya menjadi:

$$V_t = E_t - I_t + V_{t+1} \quad (4)$$

dimana

$$V_{t+1} = E_{t+1}(I_t, \theta_{t+1}) - I_{t+1} + V_{t+2}$$

Hasil persamaan (4) diatas jugamenyebutkan bahwa nilai perusahaan tidak tergantung kepada kebijakan dividen atau dividen yang dibayarkan perusahaan melainkan sangat tergantung kepada pilihan investasi yang dilakukan perusahaan.

#### b. Hipotesa Bird-In-the Hand

Pandangan investor yang paling pertama selalu menyatakan bahwa harga saham akan meningkat seiring dengan peningkatan dividen yang diberikan. Oleh karenanya, kebijakan dividen yang diputuskan perusahaan akan meningkatkan harga sahamnya. Sehingga investor selalu menginginkan dividen dengan dividen yang diperoleh maka

harga saham akan meningkat sehingga profit (kapital gain) akan diperoleh. Teori ini membahas mengenai investor menyukai dividen yang sudah ada di tangan dibandingkan kapital gain yang belum tentu akan ada dimasa mendatang atau kedua-duanya tidak diperoleh.

Padahal perusahaan membagikan dividen tergantung kepada prospek perusahaan di masa mendatang. Bila perusahaan melihat adanya prospek lebih bagus di masa mendatang dengan melakukan investasi maka perusahaan kemungkinan besar tidak akan membagikan dividen. Sebaliknya, perusahaan akan membagikan dividen bila tidak ada pilihan investasi yang bisa meningkatkan nilai perusahaan di masa mendatang.

Oleh karenanya, perusahaan harus memperhatikan pandangan investor tersebut dalam rangka membagikan dividen. Harapan pembagian dividen sangat dibutuhkannya agar harga saham mengalami kenaikan dan akhirnya memperoleh kapital gain.

#### c. Hipotesis Pengaruh Pajak

Teori MM menyatakan bahwa pada pasar yang sempurna tidak diperlukan pajak, sehingga tidak ada perlakuan pajak yang berbeda antara dividen dengan kapital gain. Tetapi, kenyataannya pajak itu selalu ada seperti investor alami saat ini dimana setiap dividen yang dibayarkan dikenakan pajak. Seharusnya, dividen yang diterima investor tidak seharusnya kena pajak dikarenakan perusahaan telah membayar pajak atas keuntungan tersebut. Bila dibayar investor kembali pajak atas dividen yang diterimanya maka telah terjadi pajak berganda, karena perpindahan keuntungan (dividen) bukan dikarenakan adanya nilai tambah yang dilakukan sehingga dividen tersebut bertambah ketika sampai di tangan investor.

Adanya perlakuan pajak yang berbeda ini membuat investor selalu berpikir agar yang diterimanya sudah bersih tidak ada lagi pembayaran pajak agar jelas perhitungan pendapatannya yang siap dikonsumsi. Pikiran investor ini diperhatikan oleh agent perusahaan sehingga agent tersebut mengurangi dividen dalam rangka memaksimalkan nilai perusahaan. Artinya, pajak mempengaruhi pembayaran dividen perusahaan. Pembayaran dividen yang kecil akan membuat biaya modal kecil dan harga saham mengalami kenaikan. Juga bila diperhatikan secara seksama bahwa pajak dividen selalu lebih tinggi dari pajak kapital gain.

#### d. Hipotesa Dividen Clientele Effect

Pemegang saham perusahaan bervariasi dari segi pendapatan dan karakteristik lainnya. Akibatnya, investor tersebut mempunyai preferensi tersendiri atas investasinya pada saham. Kelompok berpendapatan rendah menginginkan dividen yang tinggi untuk menambah pendapatan, sementara kelompok berpendapatan yang tinggi menginginkan dividen yang rendah dan kapital gain yang tinggi. Sehingga, terjadi kelompok pada pemilik perusahaan yang bisa disebut dengan Clientele. Perusahaan harus memperhatikan Clientele ini dalam mengambil keputusan dalam membayar dividen.

Pada sisi lain, pemerintah sendiri memberlakukan pajak yang berbeda terhadap kelompok-kelompok atau berdasarkan kelembagaan tersebut. Akibatnya, lembaga tersebut juga mempunyai keinginan tersendiri untuk dividen. Yayasan di Indonesia tidak dikenakan pajak bila mendapatkan dividen sehingga sering kali lebih menginginkan

dividen yang tetap dan kapital gain yang cukup. Akibatnya, kelembagaan ini juga menunjukkan adanya clientele dan rangka dividen yang dibagikan perusahaan.

e. Hipotesa Information Content of Dividend (Signaling)

Pembayaran dividen oleh perusahaan mengandung informasi yang dapat dilihat dari dua sisi yaitu sisi pandangan investor dan sisi dari manager perusahaan. Kedua pihak mempunyai informasi yang berbeda, manager perusahaan lebih tahu keadaan perusahaan dan kelanjutannya (going concern), sementara investor tidak banyak tahu. Laporan keuangan yang dipublikasikan tidak banyak memberikan informasi mengenai perusahaan. Salah satu tindakan perusahaan yang banyak memberikan informasi kepada investor adalah pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan. Perusahaan tidak mungkin akan membayar dividen bila kinerja atau keuangan perusahaan dalam posisi yang tidak baik. Pembayaran dividen merupakan informasi bahwa perusahaan dalam posisi yang sangat bagus sekali. Bahkan investor memandang pemberian dividen merupakan kinerja perusahaan yang sedang bagus dan kelebihan dana.

Pada sisi lain, manager membuat keputusan bahwa pemberian dividen dikarenakan tidak ditemukannya investasi yang optimal sesuai dengan teori MM, dimana nilai perusahaan meningkat dikarenakan pilihan investasi yang optimal. Artinya, investor memberikan dividen kepada investor agar dana tersebut dikelola untuk mendapatkan tingkat pengembalian yang lebih baik bila tetap hanya di perusahaan. Bhattadharya (1979) mengemukakan konsep signal yang disampaikan oleh dividen yang dibayarkan perusahaan kepada investor.

f. Hipotesa Agency Costs and Free Cash Flow

Pada teori MM diuraikan bahwa diasumsikan tidak terjadi konflik antara manager dengan pemegang saham perusahaan pada pasar yang sempurna. Kenyataannya bahwa konflik tersebut sering terjadi dikarenakan manager tidak bekerja sesuai dengan keinginan pemegang saham, karena manager juga sering melakukan tindakan yang biaya atau risikonya ditanggung oleh pemegang saham. Akibatnya, pemegang saham mengangkat pihak lain atau lembaga yang memonitor manager dengan mengeluarkan biaya dan biaya ini dikenal dengan biaya agensi dimana biaya ini merupakan biaya implisit yang timbul karena potensi konflik yang terjadi atas manager dan pemegang saham. Pembayaran dividen yang dilakukan oleh manager melalui keputusan RUPS merupakan salah satu kerjasama antara manager dan pemegang saham dan merupakan mitigasi persoalan agensi (agency problem) antara manager dan pemegang saham. Pembayaran dividen ini juga bisa menimbulkan konflik lain dalam perusahaan yaitu konflik antara pemegang saham dengan pemberi pinjaman (kredit atau dan obligasi). Pemegang obligasi menyatakan pembayaran dividen yang cukup besar kepada pemegang saham merupakan eksploitasi terhadap kekayaan pemegang obligasi. Persoalannya, pemegang saham mempunyai akses yang lebih bagus terutama dalam pendanaan perusahaan dari pemegang obligasi, sehingga pemberi pinjaman atau pemegang obligasi membuat peraturan kepada perusahaan dalam rangka membayar dividen kepada pemilik saham. Tetapi, pemegang saham tetap menginginkan dividen yang cukup besar. Adanya arus kas (free cash flow) yang besar membuat perusahaan harus fleksibel agar terjadi keuntungan bersama bukan keuntungan dari pemegang saham. Oleh karenanya, pembayaran dividen yang cukup besar akan mengurangi biaya

agensi antara manager dan pemegang saham. Sehingga hipotesis arus kas ini menyatakan bahwa kebijakan dividen dan keputusan investasi saling berhubungan (interrelated). Akhirnya, kenaikan dividen akan mengurangi kelebihan investasi yang berakhir memberikan pengaruh positif kepada nilai perusahaan. Pemegang saham harus melakukan pilihan diantara biaya dan manfaat dari penuntutan dividend yang lebih tinggi lagi.

### Model-Model Kebijakan dividen

Pada subbagian ini akan diuraikan model matematis kebijakan dividen yang sering didiskusikan para akademisi. Lintner (1966) mengemukakan model kebijakan dividen sebagai berikut:

$$\Delta D_{i,t} = a_i + c_i(D_{i,t}^* - D_{i,(t-1)}) + \varepsilon_{i,t}$$

dimana  $D_{i,t}^* = r_i \cdot E_{i,t}$ ,  $r$  merupakan target pau ratio dan  $E$  merupakan pendapatan setelah pajak saat ini,  $D$  adalah pembayaran dividen.

Model ini dipergunakan Fama dan Blac (1968) dalam melakukan penelitian mengenai kebijakan dividen yang dipublikasikan pada Journal of American Statistical Association.

Rozef (1982) dalam diskusi dan penelitiannya mengenai determinan rasio dividen payout menggunakan regresi dengan persamaan sebagai berikut:

$$DPR_{i,t} = a_i + b_1 INS + b_2 Grow_1 + b_3 Grow_2 + b_4 Beta + b_5 Stock + \varepsilon_i$$

Gill dkk (2010) juga membuat sebuah model dalam rangka menguji determinan rasio divide payout sebagai berikut:

$$PAYOUT_i = b_0 + b_1 PROF_i + b_2 CASH_i + b_3 TAX_i + b_4 GROW_i + b_5 MTBV_i + b_6 D/E_i + \varepsilon_i$$

Berdasarkan hasil riset, model yang dikemukakan belum sangat kompleks dan masih sederhana menggunakan regresi. Tetapi, selayaknya peneliti selanjutnya menggunakan data panel dalam menganalisis kebijakan dividen perusahaan karena penelitian ini sudah menyangkut unit analisisnya perusahaan dan waktu.

### Penelitian Dividen

Penelitian dividen banyak telah dilakukan berbagai pihak, untuk kasus Indonesia akan ditunjukkan pada uraian selanjutnya serta penelitian yang dilakukan diluar Indonesia sebagai wawasan dalam rangka melihat kebijakan dividen. Rozef (1982) melakukan penelitian dalam rangka melakukan pengujian determinan dari rasio dividen payout. Data yang dipergunakan dalam penelitian ini diperoleh dari edisi 1 – 13 dari *Value Line Investment Survey*, June 1981. Jumlah sampel yang dipergunakan ada sebanyak 1.000 perusahaan dan bisa didapatkan sebanyak 64 industri yang berbeda. Adapun periode data yang dapat dikumpulkan padaperiode 1974 sampai dengan 1984. Target rasio dividen

payout merupakan variabel tidak bebas dalam penelitian ini. Sedangkan variabel bebas dalam penelitian sebanyak lima variabel yaitu INS = persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam; GROW1 = rata-rata tingkat pertumbuhan pendapatan pada periode 1974 sampai dengan 1979; GROW2 = Ramalan Value Line untuk rata-rata tingkat pertumbuhan pendapatan periode 1979 -1984; BETA = koefisien beta; STOCK = logaritma dasar (natural) dari jumlah pemegang saham biasa.

#### Regressi Payout on Independent Variables

	Constant	INS	GROW1	GROW2	BETA	STOCK	R <sup>2</sup>	F-Statistic
(1)	47.81 (12.83)	-0.09 (-4.10)	-0.321 (-6.38)	-0.526 (-6.43)	-26.543 (-17.05)	2.584 (7.73)	0.48	185.47
(2)	24.73 (6.27)	-0.068 (-2.75)	-0.474 (-8.44)	-0.758 (-8.28)		2.517 (6.63)	0.33	123.23
(3)	70.63 (40.35)		-0.402 (-7.58)	-0.603 (-6.94)	-25.409 (-15.35)		0.41	231.46
(4)	39.56 (10.02)	-0.116 (-4.92)			-33.506 (-21.28)	3.151 (8.82)	0.39	219.1
(5)	1.03 (0.24)	0.102 (3.60)				3.429 (7.97)	0.12	69.33

Sumber: Michael S. Rozef (1982); Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios; Journal of Financial Research, Vol. 5, No. 3; pp. 249 - 259.

Berdasarkan Tabel diatas dapat dilihat bahwa penelitian ini mempunyai hasil, semua variabel bebas signifikan mempengaruhi variabel tidak bebas rasio dividen payout. Adapun kesimpulan akhir penelitian ini kebijakan investasi perusahaan mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

Satwiko dkk (2005) melakukan penelitian terhadap dividen secara komprehensif. Data yang dipergunakan data periode 1992 sampai dengan 2002 dimana sampel dan data diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory. Pengujian yang dilakukan menggunakan Uji Kruskal – Wallis dan MultinomialLogit. Adapun hasil penelitiannya sebagai berikut:

$$\ln(d_1/d_4) = -4.049 + 4.293 e_1 + 3.801 e_2$$

$$\ln(d_2/d_4) = -5.841 + 4.160 e_1 + 4.441 e_2$$

$$\ln(d_3/d_4) = -5.147 + 3.936 e_1 + 5.311 e_2$$

Koefisien parameter signifikan pada level 1 persen. Adapun variabel  $e_1$  = EPS meningkat;  $e_2$  = EPS menurun;  $e_3$  = EPS negatif;  $d_1$  = DPS meningkat;  $d_2$  = DPS tidak berubah;  $d_3$  = DPS menurun;  $d_4$  = DPS omission.

Adapun pengujian kestabilan dividen sebagai berikut:

$$\text{Dit} = -6.972928 + 0.319478 E_{it} + 0.218644 D_{i,t-1}$$

(4,236\*)                      (1.7463)\*\*

$$\text{Adj. R-Square} = 0.646674$$

F-test = 0.5652 (MET tidak lebih baik daripada OLS)  
Hausman Test = 164,49 (asumsi MER tidak terpenuhi/MER tidak lebih baik)  
Koefisien Lintnet:  
Speed of Adjustment = 0.7814.  
Target Dividen Payout Ratio = 0.4089

Kurniasih (2011) melakukan penelitian perilaku dan faktor penentu pembayar dividen di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini menggunakan sampel dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan periode penelitian pada tahun 2001 sampai dengan 2008. Model yang dipergunakan dalam penelitian ini masih sangat sederhana yaitu regresi berganda sederhana. Seharusnya, penelitian ini bisa menggunakan analisis data panel untuk melihat model kebijakan dividen setiap perusahaan dan juga faktor waktu yang ada. Sangat disayangkan penelitian ini belum menggunakan analisis tersebut. Hasil penelitiannya diperlihatkan pada Tabel berikut. Adapun kesimpulan penelitiannya sebagai berikut:

“Adanya perbedaan karakteristik membayar dan tidak membayar dividen. Perusahaan di BEI membayar dividen tidak stabil dan memiliki target rasio payout untuk jangka panjang. Ada juga perbedaan pembayaran dividen antar sektor industri. Pembayaran dividen dipengaruhi aspek internal perusahaan seperti kebijakan dividen, kebijakan operasi, masalah keagenan dan faktor eksternal perusahaan (makro ekonomi). Adanya reaksi pasar atas pembayaran dividen yang terjadi pada saat pengumuman dividen tersebut. Pertumbuhan dividen, profitabilitas, ukuran perusahaan, rasio hutang terhadap ekuitas dan risiko yang dihadapi perusahaan merupakan determinan reaksi pasar atas pembayaran dividen.”

### Faktor Penentu Pembayaran Dividen di BEI

	Pooled LS	FEM	REM
Konstanta	0.0472*** (0.0130)	-0.0097 (0.0131)	0.0159 (0.0952)
AG(-1)	-0.0035 (0.0058)	-0.0093 (0.0079)	-0.0178 (0.0203)
Beta	-0.0156*** (0.0045)	-0.0214*** (0.0003)	-0.0202 (0.0124)
DER(-1)	-0.000038 (0.000168)	-0.0003** (0.0001)	-0.00006 (0.0003)
EPS	0.000003 (0.000002)	0.000005** (0.000002)	0.000004** (0.000004)
FCF	0.0033 (0.0042)	0.0092*** (0.0007)	0.0039 (0.0041)
GPM	0.0445*** (0.0152)	0.0712*** (0.0179)	0.0883 (0.0685)
INF	-0.0002 (0.0009)	0.0013*** (0.0005)	0.0007 (0.0028)
LASET(-1)	-0.0012 (0.0009)	0.0017** (0.0009)	0.0004 (0.0054)
OWN	0.016*** (0.0028)	0.0119** (0.0046)	0.0111 (0.0148)
RE(-1)	-0.0000008 (0.0000007)	0.000002*** (0.000008)	-0.0000003 (0.000001)
SG(-1)	0.00018 (0.000026)	-0.00002*** (0.000002)	0.000002 (0.00002)
WC	0.0086*** (0.0025)	0.0064* (0.0038)	0.0268* (0.0151)
F-test	7.1555 [0.0000]	4540.191 [0.0000]	3.3935 [0.0001]
Chow F-Test		20.7124 [0.0000]	
Hausman Test			0 [1.0000]
R2	31.35%	99.96%	17.80%
Adj. R2	26.97%	99.94%	12.56%

Angka dalam kurung ( ) simpangan baku dan [ ] P-value  
 Sumber: Agustina Kurniasih (2011); Analisis Karakteristik, Perilaku, Faktor Penentu, dan Reaksi Pasar Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Tercatat di BEI; Disertasi Sekolah Pascasarjana - IPB.

Berdasarkan uraian diatas, penelitian terhadap kebijakan dividen masih menarik dan metode statistik yang dipergunakan harus diperbaiki agar mendapatkan hasil yang lebih menarik dalam penelitian tersebut.

## Daftar Pustaka

Agrawal, Anup and Narayanan Jayaraman (1994); The Dividend Policies of All-Equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory; Managerial and Decision Economics, Vol. 15; pp. 139 – 148.

Allen , Franklin; Antonio E. Bernardo and Ivo Welch (2000); A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles; Journal of Finance, Vol. 55, No. 6; pp. 2499 – 2536.

Allen, Franklin and Roni Michaely (1995); Dividend Policy; in R. A. Jarrow; V. Maksimovic; and W. T. Ziemba; Finance; Elsevier Science B.V.

Al-Malkawi, Husam-Aldin N.; Michael Rafferty and Rekha Pillai (2010); Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence; International Bulletin of Business Administration; Issue 9; pp. 171 – 200.

Baker, H. Kent; G. E. Farrelly and R. B. Edelman (1985); A Survey of Management View on Dividend Policy; Financial Management, Vol. 14, No. 3; pp. 78 – 84.

Baker, Malcolm and Jeffrey Wurger (2004); A Catering Theory of Dividends; Journal of Finance, Vol. 59, No. 3; pp. 1125 – 1165.

Bhattacharya, Sudipto (1979); Imperfect Information, dividend Policy, and “the bird in the hand” fallacy; Bell Journal of Economics; Vol. 10; pp. 259 – 270.

Bhattacharya, N. (2007); Dividend Policy: A Review; Managerial Finance, Vol. 33, No. 1; pp. 4 – 13.

Black, Fischer (1976); The Dividend Puzzle; Journal of Portfolio Management, Vol. 2; Winter; pp. 72 – 77.

Bratton, William (2005); The New Dividend Puzzle; Georgetown Law Journal, Vol.93, No. 3; pp. 845 – 895.

Denis, David J. And Igor Osobov (2008); Why do firm pay dividends ? International evidence on the determinants of dividend policy; Journal of Financial Economics, Vol. 89; pp. 62 – 82.

Fama, Eugene and Harvey Babiak (1968); Dividend Policy: An Empirical Analysis; Journal of the American Statistical Association, Vol. 63, No. 324; pp. 1132 – 1161.

Franfurter, G. M and Bob G. Wood (2002); Dividend Policy theories and their empirical tests; International Review of Financial Analysis; Vol.11; pp. 111 – 138.

Gill, Amarjit, Nahum Biger and Rajendra Tibrewala (2010); Determinants of dividend payout Ratios: Evidence from United States; Open Business Journal; Vol. 3; pp. 8 -14.

Lintner, John (1956); Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes; American Economic Review, Vol.46, No. 2; pp. 97 – 113.

Long, Michael S; Ileen B. Malitz and Stephan E. Sefcik (1994); An Empirical Examination of Dividend Policy Following Debt Issues; Journal of Financial and Quantitative Analysis; Vol. 29, No. 1; pp. 131 – 144.

Koch, Paul D. And Catherine Shenoy (1999); The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies; Financial Management, Vol. 28, No. 4; pp. 16 – 35.

Kurniasih, Agustina (2011); Analisis Karakteristik, Perilaku, Faktor Penentu, dan Reaksi Pasar terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia; Disertasi Sekolah Pascasarjana – IPB.

Litzenberger, Robert H. And Krishna Ramaswamy (1982); The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects; Journal of Finance, Vol. 37, No. 2; pp.429 – 443.

Miller, M. and F. Modigliani (1961); Dividend Policy, growth and the valuation of shares; Journal of Business, Vol. 34; pp. 411 – 433.

Pettit, R. Richardson (1977); Taxes, Transactions Costs and the Clientele Effect of Dividends; Journal of Financial Economics, Vol. 5, pp. 89 – 96.

Rozeff, Michael S. (1982); Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios; Journal of Financial Research, Vol. 5, No. 3; pp. 249 – 259.

Satwiko, A. Galih; Nachrowi D. Nachrowi dan Adler H. Manurung (2005); Kebijakan Dividen Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Jakarta: Besaran, Strategi dan Stabilitas Dividen; Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 8, No. 1; pp. 13 – 33.

Walter, James E. (1963); Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise; Journal of Finance, Vol. 12, no. 2; pp 280 – 291.

Watts, Ross (1973); The Information Content of Dividends; Journal of Business, Vol. 46, No. 2; pp. 191 - 211