

ANALISIS KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA SEBELUM DAN SESUDAH PEMBAYARAN DIVIDEN KAS

J. C. Shanti

Fakultas Ekonomi Unika Widya Mandala, Surabaya

Dinoyo 42-44 Surabaya, Indonesia

E-mail: philomena1404@yahoo.com.sg

Abstract: *This study purports to verify that signaling theory is not an appropriate concept to explain the phenomenon of dividend payment policy in Indonesia. The signaling theory of dividend policy information is inapt since it does not fit with Indonesian setting where dividend payment policy is decided by General Stockholders Meeting rather than by managers. Samples used in this study are all manufacturing companies listed on the Jakarta Stock Exchange that paid annual cash dividend on common stocks in the period of 2000-2002 but did not pay annual cash dividend in the period of two years before and two years after the observed period. This study uses parametric statistics paired sample t test. The result shows that the payment of cash dividend will influence companies' short-term liquidity ratios (the companies' short-term liquidity ratios after paying cash dividend are lower than those before paying cash dividend).*

Keywords: *financial performance, dividend policy, signaling theory*

PENDAHULUAN

Penelitian ini mengangkat isu bahwa kinerja keuangan perusahaan sebelum pembayaran dividen kas adalah bisa jadi sama atau bisa jadi berbeda dengan kinerja keuangan perusahaan sesudah pembayaran dividen kas. Penelitian ini juga akan mengkonfirmasi bahwa fenomena informasi dividen sebagai teori sinyal tidak cocok untuk diterapkan di Indonesia, karena tidak sesuai dengan keadaan/situasi (*settings*) yang terjadi di Indonesia.

Ketika perusahaan melakukan pembayaran dividen kas, maka perusahaan mengeluarkan uang tunai/kas yang tidak sedikit, sehingga bisa jadi hal tersebut dapat mempengaruhi likuiditas (kinerja keuangan) perusahaan dan akhirnya juga dapat mempengaruhi kinerja perusahaan secara keseluruhan. Pembayaran dividen kas akan mengurangi aliran kas bebas yang tersedia

bagi perusahaan untuk diinvestasikan ke dalam proyek-proyek yang memiliki nilai sekarang bersih positif dan yang dapat memberikan penghasilan tambahan (*perquisites*) bagi perusahaan. Hal ini bisa jadi mengurangi prospek perusahaan di masa depan, dan akhirnya dapat menurunkan nilai perusahaan.

Salah satu tujuan investor berinvestasi adalah untuk mendapatkan dividen, di samping *capital gain*. Investor tidak hanya berkepentingan terhadap jumlah dividen kas yang diterimanya saat ini saja, tetapi investor juga berkepentingan terhadap kinerja perusahaan di masa mendatang. Investor mengharapkan harga saham dan jumlah dividen kas yang diterimanya akan meningkat dari waktu ke waktu, sehingga apabila investor menerima dividen dalam jumlah tertentu pada saat ini, investor juga akan mempertimbangkan berapa harga saham dan jumlah dividen kas yang akan

terjadi/diterimanya pada masa mendatang, dan hal ini sangat berkaitan dengan kinerja keuangan perusahaan.

Kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu faktor yang dilihat investor untuk menentukan pilihan dalam membeli saham. Dalam melakukan investasi, seorang investor tentu akan menanamkan modalnya pada saham perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang baik. Kinerja keuangan yang baik menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan kekayaan bagi pemegang sahamnya. Oleh karena itu, pengukuran kinerja keuangan perusahaan diperlukan untuk menentukan keberhasilan perusahaan dalam memaksimalkan kekayaan pemegang sahamnya, yaitu perusahaan berhasil memberikan tingkat pengembalian (*return*) seperti yang diharapkan oleh investor yang dapat berupa *capital gain* dan dividen.

Kinerja keuangan perusahaan dapat dinilai melalui berbagai macam variabel atau indikator. Sumber utama variabel atau indikator yang dijadikan dasar penilaian ialah laporan keuangan perusahaan yang bersangkutan. Berdasarkan laporan keuangan ini dapat dihitung sejumlah rasio keuangan yang dapat dijadikan sebagai dasar penilaian kinerja keuangan perusahaan. Beberapa penelitian telah membuktikan bahwa rasio keuangan dapat digunakan untuk mengukur dan memprediksi kinerja keuangan perusahaan (Barnes, 1999).

Mengenai kebijakan dividen di Indonesia, Keputusan Direksi P.T. Bursa Efek Jakarta (BEJ) Nomor Kep-565/BEJ/11-2003 tentang Peraturan Nomor II-A.1 tentang Ketentuan Umum Perdagangan Efek di BEJ menyebutkan bahwa rencana pembagian dividen tunai, saham dividen, dan atau saham bonus adalah merupakan hasil dari Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Sementara Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-43/PM/2000 tentang Peraturan Nomor IX.C.3 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus Ring Kas dalam Rangka Penawaran Umum menyebutkan bahwa

kebijakan dividen informasi tentang kebijakan dividen yang direncanakan termasuk rentang jumlah persentase dividen tunai yang direncanakan dikaitkan dengan jumlah laba bersih atau dasar lainnya harus dibuat ringkasannya dan diungkapkan dalam prospektus perusahaan tersebut ketika melakukan penawaran umum.

Oleh karena itu, kebijakan dividen di Indonesia merupakan hasil dari Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dengan besaran/ jumlah dividen yang ditentukan berdasarkan prosentase tertentu dari jumlah laba bersih atau dasar lainnya seperti yang telah dinyatakan dalam prospektus perusahaan ketika perusahaan tersebut melakukan penawaran umum. Hal ini sangat berbeda dengan kebijakan dividen yang terdapat dalam penelitian-penelitian sebelumnya, yaitu kebijakan dividen perusahaan ditentukan oleh manajer, sehingga banyak penelitian yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan menggunakan kebijakan dividen untuk memberikan sinyal atau isyarat kepada pasar mengenai prospek perusahaan pada masa mendatang (*signaling theory*). Dalam kondisi ketidakmerataan informasi, maka investor akan menganggap bahwa kebijakan perusahaan untuk meningkatkan dividennya merupakan sinyal yang positif. Sebaliknya, investor akan beranggapan bahwa kebijakan perusahaan untuk menurunkan dividennya merupakan sinyal prospek masa depan perusahaan yang kurang cerah.

Penelitian-penelitian empiris sebelumnya menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mempengaruhi kinerja keuangan (laba) perusahaan sebelum dan sesudah membayarkan dividen. Penelitian-penelitian sebelumnya tersebut sebagian besar menemukan hasil bahwa pembayaran dividen kas direspon secara positif dan cepat oleh pasar modal. Mereka menyimpulkan bahwa hasil ini mendukung teori sinyal (*signaling theory*), yaitu dividen sebagai suatu sinyal kinerja keuangan perusahaan di masa mendatang. Sebagai suatu sinyal, perusahaan-perusahaan yang membayar dividen ini ingin

menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mampu menghasilkan aliran kas di masa mendatang untuk membiayai dividen yang dibayarkan. Untuk maksud ini, mereka membuat perencanaan dan kebijakan dividen masa depan untuk meyakinkan bahwa mereka mampu membayarnya, karena kalau tidak jika harus memotong dividen, maka pasar akan memberikan penalti yang besar.

Kenyataannya, kebijakan dividen di Indonesia lebih ditentukan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan bukan sebagai suatu sinyal yang diberikan oleh manajer perusahaan kepada pasar modal, karena tidak dihubungkan dengan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas di masa depan. Ini berarti bahwa kesimpulan penelitian-penelitian tersebut bahwa dividen sebagai sinyal adalah tidak benar.

Keputusan pembayaran dividen perusahaan-perusahaan di Indonesia pada umumnya merupakan keputusan jangka pendek. Pembayaran dividen merupakan keputusan (*dividend decision*) di Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dan bukan merupakan sinyal aliran kas jangka panjang. Jika memang pembayaran dividen merupakan keputusan RUPS dan bukan sinyal aliran kas jangka panjang, maka penjelasan bahwa dividen direspon positif oleh pasar karena teori sinyal adalah kurang tepat.

Penelitian ini bertujuan untuk (1) menguji secara empiris kinerja keuangan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebelum dan sesudah melakukan pembayaran dividen kas; (2) memverifikasi fenomena kebijakan pembayaran dividen di Indonesia dengan teori sinyal adalah tidak tepat. Verifikasi bahwa fenomena kebijakan pembayaran dividen di Indonesia dengan teori sinyal adalah tidak tepat dalam penelitian ini dilakukan dengan menganalisis kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah pembayaran dividen kas.

Dividen merupakan hal yang penting bagi investor karena dividen merupakan salah satu bentuk peningkatan kekayaan pemegang saham. Investor akan sangat senang apabila mendapatkan tingkat pengembalian (*return*) investasi yang semakin tinggi dari waktu ke waktu. Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk pembiayaan investasi di masa mendatang (Sartono (1995) dalam Puspitasari dan Witono (2004)). Dengan demikian, kebijakan dividen yang optimal merupakan kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang, sehingga dapat memaksimalkan nilai suatu perusahaan

Penelitian-penelitian empiris sebelumnya sebagian besar menguji tentang kandungan informasi dividen dengan hasil-hasil yang beragam dan dapat ditinjau dari dua sisi, yaitu (1) melalui reaksi harga saham terhadap pengumuman dividen (Aharony dan Swary 1980; Ofer dan Thakor 1987; Michaely, dkk. 1995; Soetjipto 1997; Sujoko 1999; Bukit 2000; Suparmono 2000; Jin 2000; Setiawan 2001; Lee dan Yan 2003); (2) melalui kandungan informasi dividen untuk memprediksi (*signaling*) kinerja keuangan perusahaan di masa mendatang (Ofer dan Siegel 1987; Healy dan Palepu 1988; Manakyan dan Carroll 1990; Aharony dan Dotan 1994; Kao dan Wu 1994; Simons 1994; Jensen dan Johnson 1995; Akhigbe dan Madura 1996; Gunasekarage, dkk. 1996; DeAngelo, dkk. 1996, 2000; Benar tzi, dkk. 1997; Brook dkk. 1998; Charitou dan Vafeas 1998; Aivazian, dkk. 1999; Arsyah 1999; Billings dan Morton 1999; Koch dan Shenoy 1999; Nissim dan Ziv 2001; Fuller dan Thakor 2002; Gunasekarage dan Power 2002; Arnott dan Asness 2003; Grullon, dkk. 2002, 2003; Habbe 2003; Warastuti 2003; Tse 2005; Kurniawan, dkk. 2005).

Ringkasan simpulan hasil penelitian-penelitian terdahulu tersebut disajikan pada *Tabel 1*.

Tabel 1. Ringkasan Simpulan Hasil Penelitian Terdahulu

No.	Tahun Jurnal	Nama Peneliti	Simpulan Hasil Penelitian	Arah (Sblm...Ssdh)
1	1973	Watts	<ul style="list-style-type: none"> • Hubungan antara dividen saat ini dan laba masa depan adalah positif tetapi tidak sangat kuat. 	Positif (Lebih Buruk)
2	1994	Aharony & Dotan	<ul style="list-style-type: none"> • Laba terus meningkat setelah peningkatan dalam dividen. 	Positif (Lebih Buruk)
3	1995	Jensen & Johnson	<ul style="list-style-type: none"> • Penurunan dividen diikuti oleh kinerja keuangan yang makin baik dalam perusahaan. Terjadi penurunan laba sebelum pengurangan dividen dan terjadi peningkatan laba setelah pengurangan dividen tersebut. 	Positif (Lebih Buruk)
4	1996	Akhigbe & Madura	<ul style="list-style-type: none"> • Perusahaan akan mengalami pertumbuhan, investasi modal, tingkat sensitivitas keuangan, dan jumlah laba dalam dollar yang lebih tinggi secara signifikan setelah inisiasi dividen. Perusahaan yang melakukan omisi dividen akan mengalami pertumbuhan, investasi modal, dan laba yang lebih rendah. 	Positif (Lebih Buruk)
5	1999	Billings & Morton	<ul style="list-style-type: none"> • Dividen dan perubahan dividen berhubungan positif dengan laba masa depan. 	Positif (Lebih Buruk)
6	2000	Suparmono	<ul style="list-style-type: none"> • Perusahaan yang melakukan perubahan dividen mempunyai pertumbuhan laba yang secara signifikan lebih cepat dari -pada perusahaan yang tidak melakukan perubahan dividen. 	Positif (Lebih Buruk)
7	2001	Nissim & Ziv	<ul style="list-style-type: none"> • Perubahan dividen berhubungan positif dengan perubahan laba dalam setiap dua tahun setelah perubahan dividen. 	Positif (Lebih Buruk)
8	2002	Fuller & Thakor	<ul style="list-style-type: none"> • Perusahaan dengan kinerja sebelumnya yang paling buruk membayarkan dividen yang paling rendah, dan sebaliknya. 	Positif (Lebih Buruk)
9	2003	Arnott & Asness	<ul style="list-style-type: none"> • Payout ratios yang rendah mendahului pertumbuhan laba yang rendah. Terdapat hubungan yang positif antara payout ratios dan pertumbuhan laba berikutnya. 	Positif (Lebih Buruk)
10	2003	Grullon, dkk.	<ul style="list-style-type: none"> • Perubahan dividen secara negatif berhubungan dengan perubahan dalam profitabilitas di masa depan. 	Negatif (Lebih Baik)
11	2003	Habbe	<ul style="list-style-type: none"> • Informasi perubahan dividen berkorelasi positif hanya dengan perubahan laba satu tahun ke depan saja. 	Positif (Lebih Buruk)
12	2003	Warastuti	<ul style="list-style-type: none"> • Dividen dan perubahan dividen berhubungan positif dengan laba mendatang, meskipun secara statistik tidak signifikan. 	Positif (Lebih Buruk)
13	2005	Hasnawati	<ul style="list-style-type: none"> • Kebijakan dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Keputusan dividen yang paling dominan mempengaruhi nilai perusahaan. 	Positif (Lebih Buruk)
14	2005	Kurniawan	<ul style="list-style-type: none"> • Perusahaan yang meningkatkan dividen menunjukkan peningkatan yang signifikan dalam profil keuangan mereka setelah periode pengumuman dividen. Perusahaan yang menurunkan dividen menunjukkan penurunan yang signifikan dalam profil keuangan mereka setelah periode pengumuman dividen. 	Positif (Lebih Buruk)
15	2005	Suharli & Oktorina	<ul style="list-style-type: none"> • Tingkat profitabilitas dan likuiditas memiliki hubungan yang searah/positif dengan profitabilitas. Tingkat leverage memiliki hubungan yang negatif/tidak searah dengan dividen. 	Positif (Lebih Buruk)

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah membayarkan dividen kas, maka dirumuskan hipotesis alternatif konsep (Ha) sebagai berikut:

Ha: Kinerja keuangan perusahaan sesudah membayarkan dividen kas lebih baik daripada kinerja keuangan perusahaan sebelum membayarkan dividen kas.

Untuk menguji apakah masing-masing rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan sebelum membayarkan dividen kas berbeda secara signifikan dengan rasio keuangan perusahaan sesudah membayarkan dividen kas, maka dirumuskan hipotesis alternatif operasional (Ha1-Ha6) sebagai berikut:

Ha1: *Short-term liquidity ratios* perusahaan sesudah membayarkan dividen kas lebih tinggi daripada *short term liquidity ratios* perusahaan sebelum membayarkan dividen kas.

Ha2: *Long-term solvency ratios* perusahaan sesudah membayarkan dividen kas lebih tinggi daripada *long-term solvency ratios* perusahaan sebelum membayarkan dividen kas.

Ha3: *Profitability ratios* perusahaan sesudah membayarkan dividen kas lebih tinggi daripada *profitability ratios* perusahaan sebelum membayarkan dividen kas.

Ha4: *Productivity/efficiency ratios* perusahaan sesudah membayarkan dividen kas lebih tinggi daripada *productivity/efficiency ratios* perusahaan sebelum membayarkan dividen kas.

Ha5: *Investment intensiveness ratios* perusahaan sesudah membayarkan dividen kas lebih tinggi daripada *investment intensiveness ratios* perusahaan sebelum membayarkan dividen kas.

Ha6: *Indebtedness/equity ratios* perusahaan sesudah membayarkan dividen kas lebih tinggi daripada *indebtedness/equity ratios* perusahaan sebelum membayarkan dividen kas.

Perumusan hipotesis alternatif operasional (Ha1- Ha6) di atas berdasarkan pada *signaling theory* yang digunakan dalam penelitian-penelitian terdahulu, yaitu bahwa manajer menggunakan dividen untuk memberikan isyarat atau sinyal dari perusahaan kepada pasar bursa bahwa peningkatan/kenaikan dividen merupakan suatu sinyal yang diberikan oleh manajemen perusahaan kepada investor bahwa prospek perusahaan akan menjadi lebih baik di masa mendatang. Kenyataannya, pembayaran dividen kas di Indonesia merupakan keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan berdasarkan persentase tertentu dari laba yang telah ditentukan dalam laporan prospektus ketika perusahaan melakukan penawaran umum pertama kali. Pembayaran dividen kas berdasarkan persentase tertentu dari laba tersebut bisa jadi akan mengurangi jumlah uang kas/tunai yang dimiliki oleh perusahaan dan akan mengurangi aliran kas bebas yang tersedia bagi perusahaan untuk diinvestasikan kedalam proyek-proyek yang memiliki nilai sekarang bersih positif dan yang dapat memberikan penghasilan tambahan (*perquisites*) bagi perusahaan.

Hal ini dapat mengurangi likuiditas dan prospek perusahaan di masa depan, dan akhirnya menyebabkan kinerja keuangan perusahaan sebelum membayarkan dividen kas bisa jadi lebih baik daripada kinerja keuangan perusahaan sesudah membayarkan dividen kas.

Pengaruh Manajemen Laba terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan

Untuk mengontrol bahwa peningkatan atau penurunan kinerja keuangan perusahaan disebabkan oleh pembayaran dividen kas dan bukan disebabkan oleh manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan, maka dalam penelitian ini juga akan diuji apakah perusahaan melakukan manajemen laba atau tidak dan seberapa besar manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan tersebut. Hal ini diperlukan agar kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah

pembayaran dividen kas yang akan dianalisis ini benar-benar hanya dipengaruhi oleh pembayaran dividen kas saja dan bukan karena adanya manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan.

METODE PENELITIAN

Teknik penyampelan data yang digunakan adalah *purposive sampling*, yaitu (1) semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang membayarkan dividen kas tahunan rutin saham biasa pada tahun 2000-2002, tetapi tidak membayarkan dividen kas tahunan rutin saham biasa 2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah tahun yang bersangkutan. Hal ini dikarenakan agar perusahaan hanya dipengaruhi oleh pembayaran dividen kas pada tahun yang bersangkutan saja dan tidak dipengaruhi oleh pembayaran-pembayaran dividen kas pada tahun sebelum dan sesudah tahun yang bersangkutan, mengingat bahwa pembayaran dividen kas biasanya dilakukan secara tahunan oleh perusahaan.

Sumber data perusahaan manufaktur yang membayarkan dividen kas berasal dari *Fact Book* dan Pusat Pengembangan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada Yogyakarta (PPA FE UGM Yogyakarta); (2) semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ yang melaporkan laporan keuangan perusahaan tahunan pada tahun 1998-2004 (2 tahun sebelum dan 2 tahun sesudah tahun 2000-2002). Sumber data untuk rasio-rasio keuangan berasal dari www.jsx.co.id dan Indonesian Capital Market Directory.

Kinerja keuangan perusahaan dalam penelitian ini dinilai/diukur melalui sejumlah rasio keuangan. Rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio-rasio keuangan yang berkaitan dengan laba perusahaan manufaktur di masa depan (Machfoedz 2004; Asyik dan Soelistyo 2000), karena besarnya dividen kas yang dibayarkan

sangat tergantung pada besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Kategori rasio-rasio keuangan tersebut adalah *short-term liquidity ratios*, *long-term solvency ratios*, *profitability ratios*, *productivity/efficiency ratios*, *investment intensiveness ratios*, dan *indebtedness/equity ratios*.

Dividen adalah proporsi laba yang dibagikan kepada pemegang saham perusahaan dalam jumlah yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimilikinya. Dividen dalam penelitian ini merupakan dividen kas tahunan rutin saham biasa yang dibayarkan oleh perusahaan berdasarkan keputusan hasil Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan prospektus perusahaan.

Manajemen laba adalah intervensi manajemen dalam proses penyusunan pelaporan keuangan eksternal sehingga dapat menaikkan atau menurunkan laba akuntansi. Dalam penelitiannya, Jones (Jones 1991) menggunakan total akrual sebagai sumber dari manajemen laba. Secara lebih spesifik lagi, akrual diskresioner digunakan sebagai ukuran dari manipulasi laba manajer selama investigasi keringanan/pembebasan impor. Seperti yang dilakukan oleh Jones (Jones, 1991), penelitian ini juga memfokuskan pada akrual diskresioner sebagai ukuran manajemen laba.

Dalam penelitiannya, Guay, dkk. (Guay, dkk. 1996) menemukan bahwa hanya model Jones (Jones 1991) dan Modified Jones (Dechow, dkk. 1995) yang terlihat potensial untuk memberikan estimasi yang *reliable* (dapat dipercaya) dari akrual diskresioner. Penelitian ini menggunakan model Modified Jones (Dechow, dkk. 1995), yaitu menggunakan *total accrual* (TAC) yang diklasifikasikan menjadi komponen discretionary (DTAC) dan non-discretionary (NDTAC):

$$TAC = \text{laba bersih (net income)} - \text{ arus kas operasi (cash flow from operation)} \dots(1)$$

Nilai total accrual yang diestimasi dengan persamaan regresi OLS sebagai berikut:

$$TAC_t/TA_{t-1} = a_1[1/TA_{t-1}] + a_2[?SAL_t/TA_{t-1}] + a_3[PPE_t/TA_{t-1}] + f_t \quad \dots\dots\dots (2)$$

Dengan menggunakan koefisien regresi di atas (a_1 , a_2 , dan a_3), nilai *non-discretionary accrual* (NDTAC) dapat dihitung dengan rumus:

$$NDTAC = \hat{a}_1[1/TA_{t-1}] + \hat{a}_2 [(?SAL_t - ?REC_t)/TA_{t-1}] + \hat{a}_3[PPE_t/TA_{t-1}] \quad \dots\dots (3)$$

Selanjutnya *discretionary accrual* (DTAC) dapat dihitung sebagai berikut:

$$DTAC_t = TAC_t/TA_{t-1} - NDTAC \quad \dots\dots(4)$$

dimana:

- TAC = total accrual dalam periode t;
- NDTAC = non-discretionary accrual;
- DTAC = discretionary accrual;
- TA = total aset periode t;
- ?SAL_t = perubahan penjualan bersih dalam periode t;
- ?REC_t = perubahan piutang bersih dalam periode t;
- PPE_t = property, plan, dan equipment;
- a_1, a_2, a_3 = koefisien regresi persamaan (2);
- $\hat{a}_1, \hat{a}_2, \hat{a}_3$ = *fitted coefficient* yang diperoleh dari hasil regresi persamaan (2).

Langkah-langkah yang dilakukan dalam penelitian ini adalah (1) melakukan penghitungan rasio-rasio keuangan perusahaan sampel, (2) melakukan pengujian statistik metoda tes parametrik uji t untuk dua sampel berpasangan (*paired sample t test*) dengan SPSS 12. Perbandingan kinerja keuangan perusahaan sampel sebelum dan sesudah pembayaran dividen kas dilakukan secara

antarwaktu, yaitu (a) kinerja keuangan perusahaan 1 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah pembayaran dividen kas (1-1), (b) kinerja keuangan perusahaan 1 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah pembayaran dividen kas (1-2), (c) kinerja keuangan perusahaan 2 tahun sebelum dengan 1 tahun sesudah pembayaran dividen kas (2-1), (d) kinerja keuangan perusahaan 2 tahun sebelum dengan 2 tahun sesudah pembayaran dividen kas (2-2). Sebelum melakukan pengujian ini, dilakukan terlebih dahulu pengujian Kolmogorov-Smirnov untuk menguji kenormalan distribusi data sebagai salah satu syarat penggunaan tes parametrik, (3) melakukan penghitungan akrual diskresioner (*discretionary accrual*) perusahaan sampel untuk melihat indikasi terjadinya manajemen laba dalam laporan keuangan yang dilaporkan oleh perusahaan.

Hasil Pengujian Hipotesis

Hasil pengujian Kolmogorov-Smirnov untuk menguji kenormalan distribusi data adalah bahwa data rasio-rasio keuangan *Cash Flow to Current Liabilities* (CFCL), *Quick Assets to Inventory* (QAI), dan *Net Worth to Total Liabilities* (NWTL) mempunyai sebaran data yang tidak normal (tidak berdistribusi normal), sehingga dilakukan transformasi data, yaitu mengubah data ke bentuk natural (LN), kemudian dilakukan pengujian ulang. Hasilnya adalah bahwa data rasio-rasio keuangan tersebut telah berdistribusi normal, yaitu dengan angka Asymp. Sig. (2-tailed) berada di atas atau lebih besar daripada 0,05.

Dari hasil perhitungan tabel t untuk tingkat signifikansi (a) sebesar 5 persen, derajat kebebasan (df) sebanyak 29 (jumlah data (30) – 1), dan uji dilakukan dua sisi (*Two Tailed Test*), maka diperoleh t tabel sebesar 2,045. Hasil statistik hitung (angka t output) menunjukkan bahwa *short-term liquidity ratios* (CFCL) perusahaan sesudah membayarkan dividen kas berbeda secara nyata (lebih rendah) dengan

short-term liquidity ratios perusahaan sebelum membayarkan dividen kas, baik untuk periode 1-1, 1-2, 2-1, maupun 2-2. Dengan kata lain, pembayaran dividen kas mempengaruhi *short-term liquidity ratios* perusahaan sebelum dan sesudah perusahaan membayarkan dividen kas, karena pembayaran dividen kas merupakan pengeluaran uang kas/tunai yang tidak sedikit bagi perusahaan, sehingga akan dapat mempengaruhi likuiditas perusahaan dalam jangka pendek (*short-term liquidity ratios* perusahaan).

Hasil statistik hitung (angka t output) menunjukkan bahwa *long-term solvency ratios* (LTDA), *profitability ratios* (STA), *productivity/efficiency ratios* (QAI), *investment intensiveness ratios* (NWS), dan *indebtedness/equity ratios* (NWTL) perusahaan sesudah membayarkan dividen kas relatif sama atau tidak berbeda secara nyata dengan *long-term solvency ratios* (LTDA), *profitability ratios* (STA), *productivity/efficiency ratios* (QAI), *investment intensiveness ratios* (NWS), dan *indebtedness/equity ratios* (NWTL) perusahaan sebelum membayarkan dividen kas, baik untuk periode 1-1, 1-2, 2-1, maupun 2-2. Dengan kata lain, pembayaran dividen kas tidak mempengaruhi *long-term solvency ratios* (LTDA), *profitability ratios* (STA), *productivity/efficiency ratios* (QAI), *investment intensiveness ratios* (NWS), dan *indebtedness/equity ratios* (NWTL) perusahaan sebelum dan sesudah perusahaan membayarkan dividen kas. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa informasi kebijakan dividen sebagai teori sinyal di Indonesia adalah tidak tepat, karena informasi dividen tidak dapat digunakan sebagai sinyal untuk prospek laba perusahaan di masa depan. Hal ini terbukti dari hasil pengujian *profitability ratios* perusahaan sebelum dan sesudah membayarkan dividen kas, baik untuk periode 1-1, 1-2, 2-1, maupun 2-2, adalah sama atau tidak berbeda (tidak terdapat peningkatan atau penurunan di dalam profitabilitas perusahaan).

Output statistik deskriptif dan *one-sample test* menunjukkan bahwa tidak terdapat indikasi

terjadinya manajemen laba pada perusahaan sampel pada tahun 1998-2004 yang dapat diketahui dari rata-rata akrual diskresioner (DTAC) yang negatif sebesar 0,061 (hampir mendekati atau sama dengan 0) dan tidak signifikan (lebih besar daripada 0,05). Oleh karena itu, kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah membayarkan dividen kas benar-benar disebabkan oleh pembayaran dividen kas dan bukan oleh manajemen laba yang dilakukan oleh perusahaan.

Penelitian ini belum mempertimbangkan *confounding effects* yang juga dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan, seperti faktor sumber daya manusia, faktor strategi perusahaan, faktor persaingan, dan faktor keadaan ekonomi negara. Hal ini karena tidak tersedianya data untuk faktor-faktor kualitatif tersebut.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian statistik tes parametrik (uji t untuk dua sampel berpasangan) maka dapat disimpulkan bahwa (1) pembayaran dividen kas akan mempengaruhi *short-term liquidity ratios* perusahaan (*short-term liquidity ratios* perusahaan sesudah membayarkan dividen kas lebih rendah daripada *short-term liquidity ratios* perusahaan sebelum membayarkan dividen kas); sedangkan rasio-rasio keuangan perusahaan yang lain (*long-term solvency ratios*, *profitability ratios*, *productivity/efficiency ratios*, *investment intensiveness ratios*, dan *indebtedness/equity ratios*) relatif sama atau tidak terpengaruh oleh pembayaran dividen kas. Dengan kata lain, pembayaran dividen kas hanya akan mempengaruhi kinerja keuangan (likuiditas) perusahaan dalam jangka pendek, yaitu 1 sampai 2 tahun sesudah pembayaran dividen kas tersebut. Hal ini dapat terjadi karena dividen kas merupakan pengeluaran uang kas/tunai yang tidak sedikit bagi perusahaan, sehingga bisa jadi juga dapat mempenga-

ruhi (menurunkan) likuiditas perusahaan dalam jangka pendek (*short-term liquidity ratios* perusahaan); (2) informasi kebijakan dividen sebagai teori sinyal di Indonesia adalah tidak tepat karena hasil pengujian statistik tes parametrik menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan (peningkatan atau penurunan) di dalam profitabilitas (*profitability ratios*) perusahaan, sehingga informasi dividen tidak dapat digunakan sebagai sinyal untuk prospek laba perusahaan Indonesia di masa depan.

Pada penelitian yang akan datang dapat dilakukan penelitian serupa dengan memper-timbangkan (1) penggunaan sampel perusahaan yang berasal dari sektor selain manufaktur (non-manufaktur), misalnya sektor perbankan; (2) pengujian kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah pembagian dividen selain dividen kas, misalnya dividen saham; (3) penggunaan rasio-rasio keuangan yang lain selain rasio-rasio keuangan yang telah diuji dalam penelitian ini, misalnya rasio-rasio keuangan dalam *Capital Adequacy, Assets Quality, Management, Earnings, dan Liquidity* (CAMEL); (4) pertimbangan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan selain manajemen laba, misalnya dengan mempertimbangkan faktor ukuran perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, Joseph, dan A. Dotan. 1994. Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings: An Empirical Analysis. *Financial Review*, 29: 125-151.
- Aharony, Joseph, dan Itzhak Swary. 1980. Quarterly Dividends and Earnings Announcement and Stockholders' Return: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 35 (Maret): 1- 12.
- Aivazian, Varouj, Laurence Booth dan Sean Cleary. 1999. *Signalling, Dividends and Financial Structure: Implications from Cross Country Comparisons*. Working Paper, University of Toronto, www.ssrn.com.
- Akhigbe, Aigbe, dan Jeff Madura. 1996. Dividend Policy and Corporate Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23 (9) & (10): 1267- 1287.
- Arnott, R. D. dan C. S. Asness. 2003. Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. *Financial Analysts Journal*, January/ February: 70-87.
- Arsyah, Yan. 1999. Pengaruh Perubahan Dividen terhadap Future Earnings. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 1 (2): 134- 148.
- Asyik, N. F. dan Soelistyo. 2000. Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Laba (Penetapan Rasio Keuangan Sebagai Discriminator). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 15 (3): 313-331.
- Barnes, P. 1999.. The Analysis and Use of Financial Ratios: A Review Article. *Journal of Business & Accounting*, 14 (4): 449- 461.
- BEJ (Bursa Efek Jakarta). 2000. Keputusan Direksi P.T. Bursa Efek Jakarta tentang Perdagangan Efek. www.jsx.co.id.
- Benartzi, S., R. Michaely, dan R. H. Thaler. 1997. Do Changes in Dividend Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance*, 52 (3): 1007- 1034.
- Billings, Bruce K. dan Morton, Richard M. 1999. *Do Stock Prices Fully Reflect Information in Dividends about Future Earnings?* Working Paper, www.ssrn.com : 1- 31.
- Brook, Yaron, W. T. Charlton, Jr., dan R. J. Hendershott. 1998. Do Firms Use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increases? *Financial Management*, 27 (3): 46- 57.
- Bukit, Rina Br. 2000. *Reaksi Pasar terhadap Dividend Initiations dan Dividend Omissions: Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta*. Unpublished Tesis S2, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.

- Charitou, A., dan N. Vafeas. 1998. The Association between Operating Cash Flow and Dividend Changes: An Empirical Investigation. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25 (1) & (2): 225- 248.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, dan D. J. Skinner. 1996. Reversal of Fortune: Dividend Policy and the Disappearance of Sustained Earnings Growth. *Journal of Financial Economics*, 40: 341- 371.
- Dechow, P., R. Sloan, dan A. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, April: 193-225.
- Fuller, Kathleen, dan Anjan Thakor. 2002. *Signaling, Free Cash Flow, and "Non-monotonic" Dividends*. Working Papers, www.ssrn.com : 1- 35.
- Grullon, G., R. Michaely, dan B. Swaminathan. 2002. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business* 75: 387-424.
- Guay, W. R., S. P. Kothari, dan R. L. Watts. 1996. A Market-Based Evaluation of Discretionary Accruals Models. *Journal of Accounting Research*, 34 (Supplement): 83- 105.
- Gunasekarage, A. A. 2002. The Post-Announcement Performance of Dividend - Changing Companies: The Dividend - Signalling Hypothesis Revisited. *Journal of Accounting and Finance*, 42: 131- 151.
- Gunasekarage, A. A., D. M. Power, dan C. D. Sinclair. 1996. The Influence of Company Financial Performance on the Interpretation of Dividend and Earnings Signals: A Study of Accounting and Market Base Data. *British Accounting Review*, 28: 229-247.
- Habbe, A. Hamid. 2003. *Tambahan Kandungan Informasi Perubahan Dividen tentang Profitabilitas Perusahaan di Masa yang akan Datang*. Simposium Nasional Akuntansi VI: 473-486.
- Healy, P. M., dan K.G. Palepu. 1988. Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. *Journal of Financial Economics*, 21: 149- 176.
- Jensen, G. R., dan J. M. Johnson. 1995. The Dynamics of Corporate Dividends Reductions. *Financial Management*, 24 (4): 31- 51.
- Jin, Zhenhu. 2000. On the Differential Market Reaction to Dividend Initiations. *The Quarterly Review of Economic and Finance*, 40: 263- 277.
- Jones, J. J. 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2): 193-228.
- Kao, Chihwa dan Chunchi Wu. 1994. Test of Dividend Signalling Using the Marsh-Merton Model: A Generalized Friction Approach. *Journal of Business*, 67 (January): 45-68.
- Koch, Paul D., dan Catherine Shenoy. 1999. The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies. *Financial Management*, 28 (Winter): 16- 35.
- Kurniawan, Bobby, Syahril Ali, dan Rahmat Febrianto. 2005. *Post-Dividend Announcement Performance of Listed Companies in Indonesia: A Test of Dividend Signaling Hypothesis*. Simposium Nasional Akuntansi VIII: 23- 36.
- Lee, B. S., dan Nairong Allen Yan. 2003. The Market's Differential Reactions to Forward-Looking and Backward-Looking Dividend Changes. *The Journal of Financial Research*, 26 (Winter): 449- 468.
- Machfoedz, Mas'ud. 2004. Financial Ratio Analysis and the Prediction of Earnings Changes in Indonesia. *Jurnal Kelola*, 7 (III): 114- 137. Jogjakarta: FE UGM
- Manakyan, Herman, dan Carolyn Carroll. 1990. An Empirical Examination of the Existence of a Signaling Value Function for Dividends. *The Journal of Financial Research*, 13 (3): 201- 210.

- Michaely, Roni, Richard H. Thaler, dan Kent L. Womack. 1995. Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drifts? *The Journal of Finance*, 50 (Juni): 573-608.
- Michaely, S. Benartzi, dan R. H. Thaler. 2003. *Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability*. Working Paper, Rice University, www.ssrn.com: 1- 36.
- Nissim, D., dan A. Ziv. 2001. Dividends Changes and Future Profitability. *The Journal of Finance*, 56 (6): 2111- 2133.
- Ofer, Aharon R., dan A. V. Thakor. 1987. A Theory of Stock Prices Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends. *The Journal of Finance* , 42: 365-394.
- Ofer, Aharon R., dan Daniel R. Siegel. 1987. Corporate Financial Policy, Information and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividend. *The Journal of Finance*, 42 (September): 889- 910.
- Puspitasari, D. A., dan B. Witono. 2004. Pengaruh Pengumuman Dividen Tunai Ditinjau dari Kenaikan dan Penurunan Dividen terhadap Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 3 (2): 107-126.
- Setiawan, Doddy. 2001. *Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan: Analisis Pengumuman Dividen Meningkat*. Unpublished Tesis S2, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Simons, Kathleen. 1994. The Relationship between Dividend Changes and Cash Flow: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting* , 21 (4): 577-586.
- Soetjipto, K. 1997. *Pengaruh Pengumuman Dividen terhadap Harga Saham di Pasar Modal Indonesia*. Unpublished Tesis S2, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Sujoko. 1999. *Analisis Kandungan Informasi dan Ketepatan Reaksi Pasar: Pengujian terhadap Dividend Signalling Theory Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta*. Unpublished Tesis S2, Universitas Gadjah Mada, Jogjakarta.
- Suparmono. 2000. Dividend Announcement Effects on Stock Return: A Test of Signalling Hypothesis in the Indonesian Stock Market. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 2 (September): 351-368.
- Tse, Chin-Bun. 2005. Use Dividends to Signal or Not: An Examination of the UK Dividend Payout Patterns. *Managerial Finance*, 31 (4), 12-25.
- Warastuti, Yusni. 2003. *Analisis Kemampuan Harga Saham dalam Mencerminkan Informasi Laba dan Dividen yang Digunakan dalam Pembentukan Ekspektasi Laba Mendatang*. Simposium Nasional Akuntansi VI: 457-472.