

**KEBIJAKAN DIVIDEN DAN LEVERAGE SERTA  
PENGARUHNYA TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN: STUDI  
EMPIRIS PADA PERUSAHAAN BUMN  
DI INDONESIA**

*DIVIDEND AND LEVERAGE POLICIES AND THEIR INFLUENCE ON  
COMPANY PERFORMANCE: AN EMPIRICAL STUDY ON BUMN  
COMPANIES IN INDONESIA*

**Fatlina Zainuddin<sup>\*</sup>, Juliana Kadang, Munawara, Erwan Sastrawan, dan  
Suryadi Samudra**

*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Tadulako, Palu*

[Fatlina.Z@gmail.com](mailto:Fatlina.Z@gmail.com) ; [julikadang@gmail.com](mailto:julikadang@gmail.com); [erwansastrawanfeb@gmail.com](mailto:erwansastrawanfeb@gmail.com);  
[suryadi5untad@gmail.com](mailto:suryadi5untad@gmail.com)

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan pemerintah, leverage dan dividen terhadap kinerja perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di Indonesia yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2016-2019. Alat analisis data pada penelitian ini menggunakan pendekatan standar dengan melakukan regresi *cross section* dan *time series* atau dikenal dengan data panel untuk 16 perusahaan selama empat tahun berturut-turut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara keseluruhan variabel independen berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di Indonesia periode 2016-2019. Selain itu, leverage dan kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, sedangkan variabel kepemilikan negara berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.

**Kata Kunci:** *Kepemilikan Negara, Dividend, Leverage, Kinerja perusahaan*

**ABSTRACT**

*This research aims to determine the effect of government ownership, leverage and dividends on company performance in State-Owned Enterprises (BUMN) in Indonesia which are listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) for the 2016-2019 period. Data analysis in this research uses a standard approach by carrying out cross section and time series regressions or known as panel data for 16 companies for four consecutive years. The research results show that over all the independent variables have a negative effect on company performance in State-Owned Enterprises (BUMN) in Indonesia for the 2016-2019 period. Apart from that, leverage and dividend policy have a negative and significant effect on company performance, while the state ownership variable has a negative but not significant effect on company performance.*

**Keywords:** *State-owned enterprises, dividend, leverage, firm performance*

**PENDAHULUAN**

Penelitian ini mengkaji sejauh mana pengaruh kepemilikan pemerintah, kebijakan dividen, dan leverage terhadap kinerja

perusahaan. Ide utamanya adalah tentang meneliti bagaimana perilaku perusahaan kepemilikan negara terkait dengan dividen dan leverage dan pengaruhnya terhadap

---

**Fatlina Zainuddin<sup>\*</sup>, Juliana Kadang, Munawara, Erwan Sastrawan, Dan Suryadi Samudra**

*Kebijakan Dividen dan Leverage serta Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan BUMN di Indonesia*

*\*) Penulis Korespondensi*

kinerja perusahaan. Penelitian tentang pengaruh kepemilikan terhadap kinerja perusahaan telah menjadi topik utama dalam literatur ekonomi (Berle & Means, 1932), tetapi topik mengenai peran pemerintah dalam kinerja perusahaan masih menjadi isu baru. Keunikan dari penelitian ini adalah bahwa jenis kepemilikan ekuitas adalah kepemilikan ekuitas negara, berbeda dengan banyak penelitian sebelumnya di mana kepemilikan ekuitas adalah kepemilikan manajerial maupun institusional. Pertanyaan yang terkait dengan masalah ini seperti “apakah pemerintah masih memiliki pengaruh yang kuat terhadap perusahaannya?, atau apakah kepemilikan pemerintah membawa perusahaan untuk mendapatkan kinerja yang lebih baik?.

Pertama, penelitian ini menyelidiki hubungan antara kepemilikan negara dan kinerja perusahaan. Berdasarkan teori hak milik (Alchian, 1965; Williamson, 1969) menguji hubungan antara kepemilikan negara dan swasta dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan menunjukkan bahwa salah satu alasan bahwa perusahaan dengan kepemilikan swasta mengungguli mereka dengan kepemilikan negara adalah tidak dapat dialihkannya kepemilikan negara. Studi yang ada telah menemukan hasil yang

tidak meyakinkan tentang korelasi antara kepemilikan negara dan kinerja perusahaan. Beberapa penelitian mengatakan bahwa ada korelasi negatif antara kepemilikan negara dan kinerja perusahaan (Bai, Liu, Lu, Song, & Zhang, 2004; Qi, Wu, & Zhang, 2000; Sun & Tong, 2003; Xu & Wang, 1999). Namun, Chen dan Gong (2000) menemukan korelasi positif antara kepemilikan negara dan kinerja. Penyelidikan (Shirai, 2004), dan (Sun, Tong, & Tong, 2002) menemukan bahwa mungkin ada hubungan berbentuk U antara kepemilikan negara dan kinerja perusahaan. Namun, publikasi lain (Wang, 2005) berpendapat bahwa kepemilikan negara tidak terkait dengan kinerja perusahaan.

Kedua, kami menyelidiki hubungan antara leverage dan kinerja perusahaan. Keputusan leverage perusahaan adalah salah satu keputusan paling penting yang dibuat oleh eksekutif perusahaan dan telah menjadi fokus pengawasan ketat sejak (Modigliani & Miller, 1958). Bukti empiris tentang hubungan antara leverage dan kinerja perusahaan masih beragam; yaitu, pengaruh leverage terhadap kinerja telah ditemukan positif (Margaritis & Psillaki, 2010), tetapi (Cai & Zhang, 2011) berpendapat bahwa perubahan leverage keuangan mempengaruhi

return saham secara negatif, demikian pula, (Giroud, Mueller, Stomper, & Westerkamp, 2011) mengatakan menemukan bahwa mengurangi leverage menghasilkan kinerja yang lebih baik. Selain itu, (Antoniou, Guney, & Paudyal, 2008) menemukan bukti bahwa hubungan antara leverage dan kinerja perusahaan adalah negatif.

Terakhir, kami meneliti hubungan antara dividen dan kinerja perusahaan. Seperti yang kita ketahui, tujuan dari sebuah perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemiliknya (pemegang saham). Berdasarkan teori keagenan, pemisahan prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajer) dapat menimbulkan masalah keagenan. Dividen dapat digunakan sebagai mekanisme tata kelola untuk mengendalikan masalah keagenan manajer-pemegang saham. Dividen dapat digunakan untuk meminimalkan kemungkinan penyalahgunaan kas menganggur, karena mereka memastikan distribusi proporsional di antara pemegang saham dan mengalihkan kekayaan perusahaan dari pemegang saham pengendali (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). Selain itu, dividen dapat mengurangi masalah keagenan dengan mengurangi kas yang tersedia yang dapat diambil alih oleh orang dalam (Jensen,

1986). Keunikan dari penelitian ini adalah bahwa pemegang saham perusahaan yang diteliti adalah perusahaan milik negara/pemerintah dimana kontrol pemegang saham dimaksudkan sebagai kontrol dari pemerintah.

Kami mengeksplorasi peran leverage dan dividen di perusahaan milik negara di perusahaan yang terdaftar di Indonesia dengan menggunakan sampel 16 perusahaan dari 20 perusahaan yang memenuhi kriteria dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2016-2019. Data yang dikumpulkan berupa data panel dari variabel kepemilikan negara, leverage, dividen, dan kinerja perusahaan. Analisis data akan menggunakan dengan menggunakan metode regresi data panel untuk mengeksplorasi pengaruh kepemilikan negara, leverage dan dividen terhadap kinerja perusahaan.

### ***AGENCY THEORY***

Agency theory secara formal terbentuk pada awal tahun 1970. Dalam teori ini menyebutkan bahwa adanya pemisahan tugas antara pemilik dan manajemen dapat menyebabkan konflik antar principals dan agent. Menurut Farrer dan Ramsay (1998), perbedaan kepentingan antara manajer dengan shareholder ini, dapat menimbulkan adanya information asymmetry yang memicu

timbulnya *agency cost*. Menurut Haryono (2005) terdapat 3 jenis *agency cost* yaitu biaya monitoring, biaya bonding, dan residual loss. Terlibatnya manajer dalam kepemilikan atas sebagian saham perusahaan, dapat mempengaruhi kinerja manajemen untuk menyamakan kepentingan dengan kepentingan pemegang saham. Perusahaan yang diawasi dan dikendalikan oleh pihak pemilik atau shareholder secara aktif pun dapat mengurangi adanya *information asymmetry*, mengurangi adanya konflik kepentingan, dan mengurangi struktur hirarkis dalam organisasi. Dengan demikian, perusahaan akan dapat mengurangi adanya biaya pengawasan (*monitoring cost*), serta pengurangan *agency cost*.

### **AGENCY COST THEORY**

Agency cost muncul pada saat terdapat konflik kepentingan antara pemilik, manajemen, serta pemegang saham yang lainnya. Menurut Harris dan Raviv (1991), bahwa penggunaan hutang dapat meningkatkan saham manajer dan mengurangi kerugian yang timbul akibat konflik kepentingan antara pihak manajemen dengan pemegang saham/ shareholder. Penggunaan debt dapat mengurangi *agency cost*, yaitu dengan mengurangi *free cash flow*

yang akan digunakan untuk manajer. Selain itu, debt dapat menciptakan insentif bagi manajer untuk bekerja lebih keras, pengurangan bonus, dan dapat membuat manajer untuk melakukan keputusan investasi dengan lebih baik

### **KEPEMILIKAN PEMERINTAH**

Kepemilikan pemerintah adalah jumlah saham yang dimiliki oleh pemerintah sebagai wakil negara dalam suatu perusahaan. Menurut Cornett, Guo, Khaksari, dan Tehranian (2009), dalam Hunardy dan Tarigan (2017), kepemilikan pemerintah adalah keadaan ketika pemerintah memiliki saham perusahaan. Pemerintah yang memiliki porsi kepemilikan maka memiliki peran yang besar dalam kegiatan operasional dari perusahaan milik negara dan bertanggung jawab dalam mengelola serta mengatur perusahaan untuk mendapatkan keuntungan demi tercapainya kesejahteraan masyarakat. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Tisdell (1990), dalam Chen et al. (2017) dominasi kepemilikan pemerintah dapat menghambat perkembangan perusahaan, terutama sebagai akibat kegagalan dari pemisahan kepemilikan publik dan kepemilikan pemerintah dan kurangnya kemampuan untuk memonitor aset negara.

### ***KINERJA PERUSAHAAN***

Financial performance merupakan pengukuran keberhasilan suatu organisasi dalam menghasilkan laba melalui aktivitas yang dilakukan perusahaan. Hal ini dapat bertujuan untuk memprediksi keberhasilan perusahaan untuk melihat prospek dan pertumbuhan melalui sumber daya yang dimiliki perusahaan. Suatu perusahaan harus melaksanakan standar dan tujuan yang diinginkan, agar memperoleh kinerja keuangan yang baik dalam perusahaan

Rashid (2020) memisah kinerja menjadi dua macam, yakni kinerja yang berdasarkan akuntansi seperti return on asset (ROA) dan return on equity (ROE), dan berdasarkan kinerja pasar seperti Tobin's Q dan market to book ratio (MTB). Rasio ROA digunakan untuk mengukur efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba berdasarkan total aset. ROE digunakan untuk mengukur efisiensi perusahaan untuk menghasilkan laba dengan memanfaatkan model perusahaan.

### ***PENGEMBANGAN HIPOTESIS***

#### **1. Kepemilikan Negara dan Kinerja Perusahaan**

Struktur kepemilikan merupakan mekanisme inti dalam tata kelola perusahaan. Struktur kepemilikan

mencerminkan proporsi pemegang saham suatu perusahaan seperti pemerintah, institusional, publik, manajerial dan keluarga. Struktur kepemilikan dapat berdampak pada kinerja perusahaan. Studi tentang hubungan antara kepemilikan dan kinerja selalu ada dalam literatur keuangan (Setia-Atmaja, Tanewski, & Skully, 2009).

Kepemilikan negara merupakan topik yang menarik untuk diteliti berdasarkan beberapa penelitian yang menyebutkan adanya korelasi negatif antara kepemilikan negara dan kinerja (Borisova, Brockman, Salas, & Zagorchev, 2012). Pada umumnya keterlibatan pemerintah dalam corporate governance bertujuan untuk menjaga stabilitas perekonomian, sehingga sebagian besar perusahaan yang memiliki kepemilikan negara lebih tinggi beroperasi untuk kepentingan masyarakat seperti perbankan, pertambangan, pertanian, perkebunan, dan manufaktur. Peran ini menimbulkan konflik kepentingan pemerintah baik yang menyangkut kepentingan sosial maupun kepentingan bisnis.

Ada beberapa kemungkinan teori yang dapat menjelaskan mengapa kepemilikan negara dapat berdampak negatif terhadap kinerja perusahaan dan mengapa dampaknya

menjadi lebih signifikan bagi perusahaan yang memiliki kondisi keuangan yang lebih baik. Misalnya, jika perhatian difokuskan pada masalah politik dan sosial, hal itu dapat menyebabkan kelebihan karyawan (Shleifer & Vishny, 1994), dan juga jumlah produksi yang berlebihan (Bai, Li, & Wang, 1997). Kepemilikan saham mayoritas pemerintah memberikan hak untuk mengontrol dan secara aktif terlibat dalam berbagai pengambilan keputusan antara lain keputusan pendapatan, investasi dan keputusan perusahaan yang dapat menyebabkan inefisiensi untuk sebagian perusahaan milik negara. Hal ini memberikan lebih banyak kesempatan kepada pemerintah untuk menggunakan pengaruhnya, yang menghasilkan efek negatif yang lebih signifikan dari kepemilikan negara terhadap kinerja.

Studi empiris tentang teori biaya agensi terkait dengan kepemilikan dan kinerja telah menunjukkan hasil yang tidak konsisten. (Denis & Denis, 1994) tidak menemukan hubungan antara kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan. Sementara (McConnell & Servaes, 1990) menemukan hubungan yang lemah. Penelitian ini secara khusus mengkaji kepemilikan negara terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan teori hak

milik (Alchian, 1965), teori hak milik mengkaji hubungan antara kepemilikan pemerintah dan swasta dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Teori ini menunjukkan bahwa salah satu alasan perusahaan kepemilikan swasta mengungguli perusahaan kepemilikan negara adalah adanya kepemilikan yang tidak dapat dialihkan ke pihak lain pada perusahaan/Badan Usaha Milik Negara.

H1: Kepemilikan Pemerintah  
berpengaruh Negatif terhadap Kinerja  
Perusahaan

## **2. Leverage dan Kinerja Perusahaan**

Leverage adalah mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan dengan mengurangi kas di tangan (Farinha, 2003; Jensen, 1986; La Porta et al., 2000). Bukti empiris tentang hubungan antara leverage dan kinerja bervariasi; yaitu, dimotivasi oleh penelitian tentang hubungan leverage dan kinerja, seperti (Margaritis & Psillaki, 2010) yang menunjukkan bahwa leverage keuangan berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan, (Cai & Zhang, 2011) berpendapat bahwa perubahan leverage keuangan terkait dengan kinerja operasi di masa depan, (Connelly, Limpaphayom, & Nagarajan, 2012) menemukan bahwa leverage tidak terkait dengan kinerja

perusahaan dan hubungan antara leverage dan kinerja tidak monoton. Di sisi lain, (Lang, Ofek, & Stulz, 1996) menemukan bahwa leverage berhubungan negatif dengan pertumbuhan perusahaan dengan kata lain bahwa perusahaan dengan leverage yang lebih tinggi tampaknya memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih rendah. Lebih lanjut, (Coricelli, Driffield, Pal, & Roland, 2012) menemukan bahwa hubungan positif antara leverage dan pertumbuhan produktivitas total ada pada titik tertentu dan di luar ambang kritis akan terjadi hubungan negatif antara leverage dan pertumbuhan produktivitas total.

H2: *Leverage berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan*

### **3. Dividen dan Kinerja Perusahaan**

Pembayaran dividen dapat menjadi sinyal bagi investor tentang kondisi perusahaan, apakah perusahaan tumbuh dan dalam posisi yang baik. Pembayaran dividen pada dasarnya adalah keputusan tentang sejauh mana EAT akan dibayarkan kepada pemegang saham dan menyimpannya sebagai dana segar untuk mendanai investasi perusahaan. Pembayaran dividen dapat menjadi cara untuk mengurangi biaya keagenan dengan mengurangi arus kas bebas yang memaksa manajer untuk meningkatkan

pendanaan pasar modal lebih sering (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Selain itu, dividen dapat meminimalkan penyalahgunaan kas mengganggu oleh manajer yang dapat menyebabkan moral hazard dan masalah keagenan dapat dikurangi karena mereka menjamin pembayaran pro-rata untuk semua pemegang saham (Copeland & Weston, 1992; La Porta et al., 2000). (Miller & Rock, 1985) menyarankan dividen mungkin berkorelasi positif dengan profitabilitas, konsisten dengan (Setia-Atmaja et al., 2009), yang menemukan bahwa profitabilitas periode sebelumnya mempengaruhi keputusan perusahaan.

H3. *Pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan*

### **4. Kepemilikan Pemerintah, Leverage, Kebijakan Dividen dan Kinerja Perusahaan**

Pembayaran dividen mengurangi kas yang tersedia, demikian pula leverage adalah mekanisme lain yang dapat mengurangi arus kas bebas, yang dapat digunakan secara tidak bijaksana (Farinha, 2003; Jensen, 1986). Leverage juga memberikan mekanisme alternatif untuk mengurangi masalah keagenan, karena dapat mendorong pemantauan oleh kreditur (Agrawal &

Knoeber, 1996). Memang, dividen dan leverage dipandang sebagai sarana alternatif tata kelola perusahaan. Di antara mekanisme kontrol yang berbeda, dividen dan leverage dianggap sebagai cara yang efektif untuk mengurangi konflik kepentingan antara prinsipal dan agen (Setia-Atmaja et al., 2009). Mempertimbangkan hal ini sebagai latar belakang, penelitian kami adalah untuk menguji pengaruh kepemilikan negara, leverage, dan dividen terhadap kinerja perusahaan.

*H4. Kepemilikan Pemerintah, Leverage, dan Kebijakan Dividen berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.*

## **METODE PENELITIAN**

### **1. Jenis Penelitian**

Penelitian ini termasuk jenis penelitian kausal karena penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel independen (kepemilikan pemerintah, leverage, dividen), terhadap variabel dependen kinerja perusahaan (ROA) pada perusahaan milik negara (BUMN) yang terdaftar di BEI dengan periode pengamatan 2016-2019.

### **2. Populasi dan Sampel**

Sampel awal terdiri dari semua perusahaan milik negara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2016 hingga 2019 yaitu sejumlah 20 perusahaan.

Penelitian ini mengecualikan perusahaan dengan pendapatan negatif (rugi bersih) untuk menghindari pembayaran dividen. Menggunakan metode purposive sampling, akhirnya diperoleh 16 perusahaan yang memenuhi kriteria. Data penelitian terdiri dari kumpulan data panel dari 16 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang memenuhi syarat untuk membayar dividen. Data keuangan berasal dari data yang dikumpulkan secara manual dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan laporan keuangan tahunan perusahaan konsolidasi yang diaudit oleh akuntan publik yang terdaftar di otoritas jasa keuangan dan diakses pada [www.IDX.co.id](http://www.IDX.co.id)

### **3. Variabel Penelitian**

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri atas variabel independen dan variabel dependen. Terdapat tiga variabel independen dalam penelitian ini yaitu; pertama, Kepemilikan pemerintah (OWN) yang diproxikan dengan jumlah/persentase saham yang dimiliki oleh negara, kedua ; Leverage (LEV) yang diukur dengan ratio total liabilitas dibagi dengan total equity, ketiga; Kebijakan dividen yaitu pembayaran yang dilakukan kepada pemegang saham yang sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki yang diukur dengan rasio



pembayaran dividen (Dividend Payout Ratio) yaitu perbandingan jumlah total dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham relatif terhadap laba bersih perusahaan (DPR). Sedangkan variabel dependen adalah kinerja perusahaan yang diukur dengan menggunakan rasio Return on Asset (ROA) yaitu perbandingan antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) dengan total aset.

#### **4. Teknik Analisis**

Untuk menyelidiki pengaruh kepemilikan pemerintah, leverage, dan kebijakan dividen pada kinerja perusahaan, pendekatan standar diikuti dengan melakukan regresi *cross section* dan *time series* atau dikenal dengan data panel untuk 16 perusahaan selama empat tahun berturut-turut (untuk tahun 2016-2019). Regresi generik untuk ini ditunjukkan di bawah ini:

$$ROA = J30 + J31OWN_t + J32LEV_t + J33Dividend + \epsilon_i, t$$

Dimana OWN adalah bagian dari saham biasa yang dimiliki oleh negara di perusahaan sampel; LEV adalah total utang dibagi total aset; DIVIDEN adalah jumlah total dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham relatif terhadap laba bersih perusahaan.

Hipotesis utama dalam persamaan regresi kinerja adalah koefisien untuk OWN

adalah negatif. Dalam hal ini, nilai yang lebih tinggi untuk OWN (lebih banyak kepentingan kepemilikan negara) terkait dengan kinerja yang buruk berdasarkan argumen dari teori hak milik dan teori keagenan. Selain itu, koefisien untuk variabel LEV dan DIVIDEND tidak pasti, karena teori keagenan memodelkan keputusan struktur modal perusahaan sebagai tradeoff antara biaya agensi ekuitas dan biaya agensi utang, dan tidak ada bukti empiris mengenai kondisi perusahaan milik negara di Indonesia mengarah ke arah tertentu (positif/negatif).

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

### **1. Hasil Penelitian**

Tabel 1 memberikan gambaran statistik deskriptif untuk sampel penelitian dimana menunjukkan ROA sampel yang dipilih rata-rata 9,56 yang berarti rata-rata rasio EBIT terhadap Total Aset adalah 9,56 kali. Rata-rata kepemilikan yang dinyatakan adalah 62,27 yang menunjukkan bahwa pemerintah merupakan pemegang saham mayoritas. Semua perusahaan dalam sampel memiliki lebih dari 50% ekuitas di setiap perusahaan. Leverage rata-rata adalah 3,32 kali dibandingkan dengan ekuitas dan pembayaran dividen rata-rata 35,84% yang berarti bahwa rata-rata 35,84% laba bersih

untuk pembayaran kepada pemegang saham sebagai dividen. *common effect* dimana nilai F statistik (2,89) lebih besar dari F-tabel (1,89) dengan df 5%.

Pengujian *common effect* dan *fixed effect* dilakukan untuk mencari model terbaik yang akan digunakan dalam penelitian ini. Berdasarkan uji F kedua model didapatkan bahwa *fixed effect* lebih baik daripada *common effect* akan digunakan untuk memperkirakan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Tabel 2 menunjukkan hasil pengujian *fixed effect* dari pengujian regresi gabungan.

**Tabel 1**  
**Statistik Deskriptif (N=48)**

	Mean (1)	Max (2)	Min (3)	SD (4)	Median (5)
ROA	9,56	35,27	1,19	8,33	6,12
OWN	62,27	90,03	51,00	9,76	60,38
LEV	3,32	11,17	0,34	3,24	1,87
DEVIDEND	35,84	72,66	15,01	14,72	30,00

Sumber: Data diolah (2023)

**Tabel 2**  
**Fixed Effect dengan variabel dependen (ROA)**

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
D(OWN)	-0,071099	0,035964	-1,976963	0,0697
D(DER)	-0,571415	0,0554119	-10,31087	0,0000
D(DPR)	-0,095222	0,003737	-25,48323	0,0000
C	-2,524733	0,019241	-131,2165	0,0000

Effect Specificatin

Cross-section fixed (dummy variables)

**Weighted Statistics**

R-squared	0,999923	Mean dependent var	-117,5837
Adjusted R-squared	0,999817	D.D. dependent var	437,3068
S.E. of regression	3,502783	Sum squared resid	159,5034
F-statistic	9406,238	Durbin-Watson Stat	3,764706
Prob(F-statistic)	0,00000		

**Unweighted Statistics**

R-Squared	0,583060	Mean dependent var	-2,562188
Sum Squared Resid	188,7336	Durbin-Watson Stat	3,764706

Sumber: Data diolah (2023)

Melihat Tabel 2 di atas, kami statistik (p-value < 0,05) pada LEV dan menemukan bahwa koefisien pada OWN, DIVIDEN, menunjukkan bahwa semua LEV, dan DIVIDEN negatif dan secara variabel dependen berpengaruh negatif

**Fatlina Zainuddin<sup>\*</sup>, Juliana Kadang, Munawara, Erwan Sastrawan, Dan Suryadi Samudra**  
*Kebijakan Dividen dan Leverage serta Pengaruhnya terhadap Kinerja Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan BUMN di Indonesia*

<sup>\*</sup>) Penulis Korespondensi

terhadap kinerja perusahaan. Hasil ini sesuai dengan hipotesis 1 dimana OWN berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, hasil ini menunjukkan koefisien pada OWN adalah -0,071099. P-value 0,0697 > 0,05 menunjukkan bahwa OWN tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan pada df 5%. Selain itu, dengan melihat koefisien LEV (-0,571415) kami menemukan pengaruh LEV terhadap ROA pada sampel penuh adalah negatif dan signifikan (p-value 0,000<0,05), sesuai dengan hipotesis 2. Terakhir, untuk variabel DIVIDEN, tabel menunjukkan bahwa dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja yaitu memiliki koefisien -0,095222 dan p-value 0,000<0,05.

## **2. Pembahasan**

Hasil penelitian ini memberikan dukungan untuk hipotesis 1: Pengaruh kepemilikan negara terhadap kinerja perusahaan adalah negatif dan tidak signifikan. Temuan ini menunjukkan bahwa saham negara yang lebih tinggi di perusahaan milik negara menyebabkan kinerja perusahaan yang lebih rendah. Hasil ini sesuai dengan (Boardman & Vining, 1989) dalam arti bahwa kepemilikan negara memiliki efek merugikan pada kinerja perusahaan, baik dalam bentuk kepemilikan

ekuitas atau kepemilikan langsung. Salah satu penjelasan yang mungkin untuk temuan ini adalah karena argumen dalam teori hak milik. Di perusahaan milik negara, tidak ada individu yang mewakili kepemilikan negara memiliki insentif nyata untuk memastikan bahwa perusahaan dimaksimalkan. Dapat dikatakan bahwa saham negara mewakili taruhan kepemilikan politik dengan kepentingan utama negara lebih bersifat politis daripada moneter. Sumber efek negatif saham negara pada kinerja perusahaan mungkin berasal dari perbedaan kepentingan politik pemerintah yang dikombinasikan dengan motivasi keuntungan yang melekat pada perusahaan biasa.

Penelitian ini juga mendukung hipotesis 2: Pengaruh Leverage terhadap Kinerja Perusahaan adalah negatif dan signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi leverage yang dicerminkan oleh rasio total debt to equity maka kinerja perusahaan semakin rendah. Temuan ini sejalan dengan (Giroud et al., 2011) dan (Antoniou et al., 2008) yang menemukan bahwa dengan mengurangi leverage menghasilkan kinerja yang lebih baik. Penjelasan yang mungkin untuk hasil ini adalah penggunaan leverage di perusahaan milik negara bukan untuk meningkatkan set

kesempatan investasi. Ini dapat digunakan untuk tujuan sosial atau politik pemerintah yang mengakibatkan tidak efisiennya leverage.

Pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja adalah negatif dan signifikan juga. Ini mendukung hipotesis 3: Pengaruh Dividen negatif terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan data, rata-rata 35,84% dari EBIT dibayarkan untuk dividen. Ini akan berdampak pada ketersediaan kas yang dapat menurunkan kesempatan perusahaan untuk menginvestasikan kembali dana segar di perusahaan. Kehilangan kesempatan dalam berinvestasi akan mempengaruhi pencapaian perusahaan untuk memperoleh keuntungan atau pendapatan yang lebih banyak pada periode berikutnya.

Secara keseluruhan, variabel terikat dalam penelitian ini memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan berdasarkan nilai F-statistik adalah

0,000 ( $<0,05$ ). Ini mendukung hipotesis 4 bahwa OWN, LEV dan DIVIDEN memiliki pengaruh yang terhadap kinerja perusahaan. Statistik pembobotan R-squared menunjukkan nilai 0.999923 yang berarti 99,99% variabel dependen dijelaskan oleh variabel independen.

Dalam hal ini, pemerintah perlu menyeimbangkan peran sosial dan bisnisnya dalam beberapa hal: pertama, menyangkut kepentingan politik dapat merugikan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan lebih jika kepentingan tersebut bertentangan dengan tujuan bisnis. Meminimalkan kepentingan politik adalah salah satu cara untuk memberikan perusahaan meningkatkan kinerja tinggi. Kedua, pemilihan CEO BUMN harus adil dan keputusan ini harus didasarkan pada kemampuan mengelola perusahaan secara profesional. Ketiga, rasio leverage yang tinggi mencerminkan kepercayaan investor tentang perusahaan. Pengawasan oleh kreditur perlu dilakukan secara intensif untuk memastikan bahwa utang dikelola secara efisien. Terakhir, Semakin banyak pembayaran dividen, semakin rendah kinerja perusahaan. Perlu mengevaluasi kembali kebijakan dividen untuk memberikan lebih banyak kesempatan bagi perusahaan untuk meningkatkan laba dengan menggunakan uang tunai untuk melakukan lebih banyak investasi.

## **KESIMPULAN**

Penelitian ini mengkaji pengaruh kepemilikan negara, leverage, dan kebijakan dividen terhadap kinerja perusahaan pada BUMN yang terdaftar di Bursa Efek

Indonesia periode 2016-2019. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara keseluruhan variabel independen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan pada BUMN di Indonesia periode 2016-2019. Selain itu, Leverage dan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, sedangkan variabel kepemilikan negara berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397.
- Alchian, A. A. (1965). Some economics of property rights. *Il politico*, 816-829.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: capital market- oriented versus bank-oriented institutions. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(1), 59-92.
- Bai, C.-e., Li, D. D., & Wang, Y. (1997). Enterprise productivity and efficiency: When is up really down? *Journal of Comparative Economics*, 24(3), 265-280.
- Bai, C.-E., Liu, Q., Lu, J., Song, F. M., & Zhang, J. (2004). Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics*, 32(4), 599-616.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property* Macmillan. New York.
- Boardman, A. E., & Vining, A. R. (1989). Ownership and performance in competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises. *the Journal of Law and Economics*, 32(1), 1-33.
- Borisova, G., Brockman, P., Salas, J. M., & Zagorchev, A. (2012). Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 2917-2934.
- Cai, J., & Zhang, Z. (2011). Leverage change, debt overhang, and stock prices. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 391-402.
- Chen, Su-Jane., Chen, Ming-Hsiang. & Wei, Hsu-Ling. (2017). Financial performance of Chinese airlines: Does state ownership matter?. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 33, 1-10
- Copeland, T., & Weston, J. F. (1992). *Financial policy and corporate policy*: Reading, MA: Addison-Wesley Publishing Company.
- Coricelli, F., Driffield, N., Pal, S., & Roland, I. (2012). When does leverage hurt productivity growth? A firm- level analysis. *Journal of international Money and Finance*, 31(6), 1674-1694.
- Denis, D. J., & Denis, D. K. (1994). Majority owner-managers and organizational

- efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 1(1), 91-118.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Faccio, M., Lang, L. H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 54-78.
- Farinha, J. (2003). Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9-10), 1173-1209.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). *The Theory of Capital Structure*. *The Journal Of Finance*, Vol. XLVI, No. 1
- Haryono, S. (2005). Struktur Kepemilikan Dalam Bingkai Teori Keagenan. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol.5, No.1, pp. 63- 71.
- Hunardy, N. & Tarigan, J. (2017). Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Kinerja Keuangan Melalui Dewan Komisaris Independen sebagai Variabel Intervening. *Business Accounting Review*, 5(2), 601-612
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial Economics*, 58(1), 3-27.
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of financial Economics*, 40(1), 3-29.
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of finance*, 40(4), 1031-1051.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Rashid, M. M. (2020). Ownership structure and firm performance: the mediating role of board characteristics. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(4), 719–737. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2019-0056>
- Qi, D., Wu, W., & Zhang, H. (2000). Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 8(5), 587-610.
- Setia Atmaja, L. Tanewski. G.A., & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7-8), 863-898.

- Shirai, S. (2004). Testing the three roles of equity markets in developing countries: the case of China. *World Development*, 32(9), 1467-1486.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995-1025.
- Sun, Q., & Tong, W. H. (2003). China share issue privatization: the extent of its success. *Journal of financial Economics*, 70(2), 183-222.
- Sun, Q., Tong, W. H., & Tong, J. (2002). How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29 (1-2), 1-27.
- Wang, C. (2005). Ownership and operating performance of Chinese IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1835-1856.
- Williamson, O. E. (1969). Corporate Control and the Theory of the Firm. *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, 281, 294-295.
- Xu, X., & Wang, Y. (1999). Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China economic review*, 10(1), 75-98.