

KEBIJAKAN DIVIDEN DAN SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN

Triasesiarta Nur
Shanti Kurniawati Koe
Institut Bisnis Nusantara
Jl. D.I. Panjaitan Kav. 24 Jakarta 13340
(021) 8564932

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh dari faktor-faktor Leverage, Profitability, Liquidity, dan Size, terhadap kebijakan dividen, dengan Life cycle sebagai faktor pemoderasi pada semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data yang diteliti diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory selama tahun 2008 hingga 2013. Metode pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan purposive sampling. Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi Tobit.

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen; size berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sementara, Profitability dan Liquidity tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Life cycle sebagai faktor pemoderasi, signifikan memoderasi pengaruh leverage, profitability dan size terhadap kebijakan dividen, namun tidak memoderasi pengaruh liquidity terhadap kebijakan dividen.

Kata Kunci: Kebijakan dividen, regresi Tobit, Leverage, Profitability, Liquidity, Size dan Life cycle, variabel moderasi

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Keputusan yang tepat dalam kebijakan atau pembayaran dividen dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang sahamnya. Nilai perusahaan ditentukan oleh nilai modal sendiri dan nilai hutang. Namun apabila dikaitkan dengan pergerakan harga saham ditunjukkan bahwa pembayaran dividen yang semakin besar cenderung akan meningkatkan harga saham, dan sebagai konsekuensinya akan semakin sedikit laba ditahan. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba, maka preferensi investor mengenai dividen daripada *Capital Gain* akan terabaikan. Dengan demikian kebijakan dividen ini harus dianalisa dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan atau penentuan struktur modal secara keseluruhan (Agus Sartono, 2001).

Pada umumnya para pemegang saham cenderung menginginkan untuk mendapatkan dividen yang besar. Meskipun demikian, tidak seluruh perusahaan membayarkan dividennya, hal tersebut disebabkan karena manajemen lebih memilih untuk menahan pendapatan demi kepentingan perusahaan agar perusahaan tetap stabil dan berkembang.

Saxena (1999) mengemukakan bahwa isu tentang dividen sangat penting dengan berbagai alasan, antara lain: pertama, perusahaan menggunakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur permodalan perusahaan. Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan, sehingga pertimbangan manajemen sangat diperlukan. Dengan demikian perlu bagi pihak manajemen untuk mempertimbangkan faktor-faktor apa saja yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan (Hatta, 2002).

Leverage merupakan istilah yang digunakan perusahaan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajiban finansial suatu perusahaan. Faktor hutang mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam pembayaran dividen pada share holder. *Leverage* dinyatakan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen pada penelitian Sjahbana (2007) dan Sujasno (2004) namun kontradiktif dengan hasil penelitian dari Fira Puspita (2009) dimana *Debt to asset ratio* berpengaruh negatif tidak signifikan.

Profitability dipakai oleh investor untuk melihat kondisi keuangan perusahaan yang mempengaruhi perusahaan untuk membayar dividen dan menghindari kebangkrutan. Semakin besar *profitability* suatu perusahaan maka akan semakin besar juga dalam pembayaran dividen. *Profitability (Net profit margin)* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (Gill et al.,(2010) dan Nasrul (2004), sementara sebaliknya, Tita Deitiana (2009) membuktikan bahwa *Net profit margin* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Liquidity perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan (Riyanto, 2001). *Liquidity* menunjukkan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya yang harus segera dipenuhi atau kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan pada saat ditagih. Semakin besar *liquidity* menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Tingginya *liquidity* menunjukkan keyakinan investor terhadap kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen yang dijanjikan. Penelitian yang dilakukan oleh Sujasno (2004), Ahmad Ony Pratama (2014) dan Fira Puspita (2009) menyatakan bahwa *liquidity (cash ratio)* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen namun berbeda dengan hasil penelitian Sjahbana (2007) dan Fitriyani (2002) yang menyatakan bahwa *Cash ratio* berpengaruh negatif tidak signifikan.

Size (ukuran perusahaan) menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinilai dari total aktiva yang dimiliki, rata-rata aktiva, jumlah penjualan, maupun rata-rata total penjualan. Perusahaan yang dapat dengan mudah mengakses kepasar modal, maka perusahaan tersebut akan mampu mendapatkan dana dalam waktu yang relatif cepat. Oleh karena itu, perusahaan dengan ukuran yang lebih besar diperkirakan akan memiliki kemampuan untuk menghasilkan *earning* yang lebih besar, sehingga akan mampu membayar dividen yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil (Hatta, 2002). Penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee (1990) dan Fira Puspita (2009) membuktikan bahwa *size* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*, namun hasil penelitian Syahbana (2007), Fitriyani (2002) dan Damayanti & Achyani (2006) menunjukkan bahwa *size* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sementara sebaliknya, Ahmad Ony Pratama (2014) menunjukkan bahwa *size* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Teori *Life cycle*, pada awalnya diterapkan pada konsep pemasaran, yang kemudian pada perkembangannya telah diperluas ke bidang lain seperti mikro ekonomi, manajemen termasuk pada ilmu manajemen keuangan. Jika siklus hidup dikaitkan dengan kebijakan dividen, maka, perusahaan yang ada pada tahap perkenalan dan awal tahap pertumbuhan cenderung memiliki banyak kesempatan investasi. Sehingga pada masa ini perusahaan lebih memprioritaskan peningkatan dan pemanfaatan peluang investasi, sehingga pembayaran dividen pada fase ini menjadi rendah. Namun, pada perusahaan yang telah memasuki siklus dewasa cenderung memiliki lebih sedikit kesempatan investasi, sehingga akan berpengaruh terhadap kebijakannya. Pembayaran dividen kepada pemegang saham menjadi lebih tinggi dibandingkan pada tahap-tahap sebelumnya.

Menurut (DeAngelo, DeAngelo& Stulz, 2006), Dennis dan Osobov (2008) menganalisis pengaruh determinan dari kebijakan dividen, dan mendapatkan hasil bahwa *life cycle* dinyatakan berpengaruh pada probabilitas perusahaan membayar atau tidak membayar dividen. Namun belum diketahui apakah *life cycle* mempengaruhi hubungan antara semua determinan kebijakan dividen dengan kebijakan dividen itu sendiri.

Berbagai penelitian melakukan kajian mengenai beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dan umumnya menggunakan regresi OLS. Namun, masing-masing hasil penelitian belum menunjukkan hasil yang konsisten. Berdasarkan uraian diatas terlihat bahwa belum adanya konsistensi mengenai pengaruh berbagai variabel terhadap kebijakan dividen, dengan demikian penelitian ini mencoba mengembangkan dari penelitian sebelumnya mengenai faktor-faktor yang berhubungan dengan kebijakan dividen dari perusahaan yang *listed* di BEI. Secara khusus penelitian ini meneliti pengaruh *leverage*, *profitability*, *liquidity*, dan *Size*, terhadap kebijakan dividen dengan *life cycle* sebagai faktor pemoderasi pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan 2008-2013 dengan menggunakan regresi Tobit.

Rumusan Masalah

1. Apakah faktor- faktor *leverage*, *profitability*, *liquidity* dan *Size* berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
2. Apakah keberadaan *Life cycle* sebagai faktor pemoderasi (memperkuat atau memperlemah) mempengaruhi hubungan *leverage*, *profitability*, *liquidity* dan *Size* terhadap kebijakan dividen?

LANDASAN TEORI

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar laba ditahan semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran dividen. Alokasi penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen (Wachowicz ,1997: p.496) dalam Fira Puspita 2009.

Kebijakan dividen menyangkut masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham, dan laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau laba yang ditahan untuk diinvestasikan kembali (Husnan,1996: p.381). Dengan demikian dimungkinkan membagi laba sebagai dividen dan pada saat yang sama menerbitkan saham baru. Kebijakan dividen bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan didalam perusahaan, yang berarti laba tersebut harus ditahan didalam perusahaan (Riyanto 2001: p.265).

Laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham atau "*equity investors*". Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan tersebut di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para pemegang saham di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan. Sebab kalau makin tinggi tingkat dividen yang dibayarkan, berarti semakin sedikit laba yang ditahan, dan sebagai akibatnya ialah menghambat tingkat pertumbuhan (*rate of growth*) dalam pendapatan dan harga sahamnya. Kalau perusahaan ingin menahan sebagian besar dari pendapatan yang tersedia untuk pembayaran dividen adalah semakin kecil.

Kebijakan dan pembayaran dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam suatu perusahaan. Kebijakan ini melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda, yaitu pihak pertama para pemegang saham dan pihak kedua perusahaan itu sendiri. Dividen diartikan sebagai pembayaran kepada para pemegang saham oleh pihak perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran dividen dan besarnya laba ditahan untuk kepentingan pihak perusahaan (Alexander, et.al, 1993 dalam Prihantoro,2003: p.8)

Kebijakan terhadap dividen dapat dilihat dari sudut pandang investor dan sudut pandang perusahaan (manajemen). Dari sudut pandang investor, tujuan mereka membeli saham (melakukan investasi di saham) adalah untuk mengendalikan perusahaan atau untuk memperoleh keuntungan jangka panjang maupun jangka pendek. Bagi investor yang tidak bermaksud untuk mengendalikan perusahaan, maka tujuan mereka lebih difokuskan pada keuntungan jangka pendek yaitu mendapatkan imbalan jasa atas investasinya berupa dividen kas, karena tujuan jangka panjang berupa capital gain, masih bersifat spekulatif.

Dari sudut pandang perusahaan, masalah pembayaran dividen kas merupakan suatu kebijakan yang harus dipertimbangkan dengan hati-hati karena ini akan mempengaruhi kebijakan-kebijakan lainnya seperti kebijakan terhadap investasi, pembiayaan, dan lain sebagainya. Jika perusahaan membayar dividen terlalu besar, maka hal ini akan mengurangi sumber pembiayaan dari dalam perusahaan untuk melakukan investasi. Disamping itu, pembayaran dividen yang terlalu besar merupakan suatu tanda bahwa perusahaan itu dalam keadaan tidak akan berkembang di masa yang akan datang karena pembayaran dividen akan mengurangi kesempatan perusahaan melakukan investasi.

Jensen (1986) dalam Smith & Watts (1992) mengemukakan bahwa semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, semakin kecil dividen yang diberikan, karena perusahaan yang tumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang free cashflow-nya rendah. Hal ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* (Myers & Majluf 1984, dalam Hartono 1999) bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan membayar dividen relatif kecil dalam rangka memiliki dana internal yang lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan bertumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya (Hartono 1999).

Teori Kebijakan Dividen dan Siklus Hidup Perusahaan

Life cycle Theory (Konsep Siklus Hidup Perusahaan)

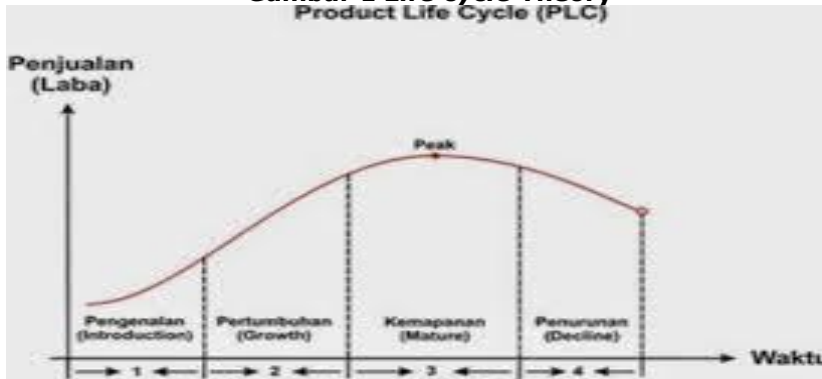
Mowen (2006) menyatakan bahwa daur hidup produk secara sederhana adalah waktu keberadaan produk, dari pengonsepan sampai tidak terpakai. Biaya daur hidup adalah semua biaya yang berhubungan dengan produk untuk keseluruhan daur hidupnya. Hal ini meliputi pengembangan (perencanaan, rancangan dan pengujian), produksi dan dukungan logistik (pengiklanan dan pendistribusian).

Life cycle theory mempunyai anggapan bahwa setiap perusahaan akan mengalami evolusi. Ada 4 fase dalam *life cycle*, yaitu fase pengenalan (*introducing/pioneering*), pertumbuhan (*growth/expansion*), kematangan (*mature/harvest*) dan penurunan (*decline*).

Fase pengenalan (*introducing/pioneering*) merupakan tahap dasar, ditandai dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi serta persaingan yang ketat sehingga kemungkinan untuk gagal relatif tinggi. Pada fase ini perusahaan mengeluarkan biaya permulaan (*startup cost*) yang tinggi untuk memulai dunia bisnis yang baru. Sedangkan volume penjualan rendah sehingga kemungkinan perusahaan akan

mengalami kerugian. Pada fase (*growth/expansion*), perusahaan mengalami peningkatan penjualan, keuntungan, likuiditas dan peningkatan rasio ekuitas terhadap hutang, serta mulai membayar dividen. Sedangkan pada fase kematangan (*mature/harvest*), perusahaan mempunyai karakteristik pasar *mature product* dan kompetisi. Penjualan memuncak dan likuiditas tinggi sehingga pembayaran dividen juga tinggi. Pada fase penurunan (*decline*), penjualan menurun dengan munculnya produk – produk pengganti yang baru, investasi baru pada fase ini tidak dimungkinkan. Tetapi perusahaan yang selalu melakukan inovasi produk tidak akan pernah mencapai fase ini.

Gambar 1 Life cycle Theory
Product Life Cycle (PLC)



Life cycle theory digunakan untuk menjelaskan variasi pembayaran dividen di antara perusahaan – perusahaan (Dennis & Osobov, 2008). Penjelasan ini di dasarkan pada penjualan antara *cost* dan *benefit* dari pembayaran dividen. *Cost* dan *benefit* ini tidak sama untuk semua perusahaan. Karena kesempatan berinvestasi menurun dan karena akumulasi pendapatan yang tidak terdistribusi, perusahaan yang telah *mature* merasa pembayaran dividen lebih diperlukan.

Life cycle theory diuji dalam peranannya sebagai faktor penentu kebijakan dividen menggunakan rasio antara *retained earning* dengan *equity* (DeAngelo, DeAngelo & Stulz, 2006). Pada umumnya, perusahaan dengan rasio *retained to common equity* rendah cenderung berada pada fase *growth* dan bergantung pada pendanaan modal eksternal, sedangkan perusahaan dengan rasio yang tinggi cenderung berada pada fase yang lebih *mature* dengan profit tinggi, sehingga lebih memungkinkan untuk membayar dividen. Konsisten dengan teori *Life cycle theory*, bukti ini mengidentifikasi bahwa perbandingan antara *retained earning* dengan *common equity* memiliki hubungan positif dengan kemungkinan perusahaan membayar dividen.

Rasio *retained earning* dengan *equity* adalah logis untuk tahap *life cycle* yang sedang dialami perusahaan, karena rasio ini mengukur sejauh mana perusahaan sudah swadana atau masih mengandalkan dana eksternal (Dennis & Osobov, 2008, DeAngelo, DeAngelo & Stulz, 2006, dan Grullon & Michaely, 2002). Perusahaan dengan rasio rendah cenderung masih dalam tahap mengandalkan suntikan dana eksternal, sedangkan perusahaan dengan rasio tinggi cenderung sudah mencapai tahap *mature* dengan keuntungan kumulatif yang cukup, sehingga lebih mengandalkan self-financing, dan membuat perusahaan semacam ini menjadi kandidat yang lebih baik dalam pembayaran dividen (DeAngelo, DeAngelo & Stulz, 2006).

Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen

1. *Leverage*

Leverage adalah praktek pendanaan sebagian aktiva perusahaan dengan sekuritas yang menanggung beban pengembalian tetap dengan harapan bisa

meningkatkan pengembalian akhir bagi pemegang saham. Rasio ini menekankan pada peran penting pendanaan utang bagi perusahaan dengan menunjukkan presentase asset perusahaan yang didukung oleh pendanaan utang (Van Horne & Wachowics, 2009).

Payout ratio untuk perusahaan yang menggunakan ekuitas cenderung lebih besar dibanding dengan perusahaan yang mengandalkan pinjaman. Ada beberapa alasan yang bisa menyebabkan hal ini terjadi. Salah satu alasan yang menyebabkan *payout ratio* rendah pada perusahaan yang tingkat pinjamannya tinggi adalah karena *leverage* berdampak pada kapasitas perusahaan untuk membayar dividen karena perusahaan yang mendanai aktivitas perusahaan melalui pinjaman akan cenderung lebih mengutamakan penyelesaian beban keuangan mereka, termasuk bunga dan pokok pinjaman. Kegagalan dalam pembayaran bunga dan pokok pinjaman pada periode yang telah ditentukan dapat meningkatkan resiko likuidasi dan kebangkrutan perusahaan. Semakin tinggi tingkat *leverage* suatu perusahaan, maka semakin rendah kecenderungan perusahaan untuk membayar dividen.

Kebijakan *debt* dapat dipengaruhi oleh karakteristik-karakteristik perusahaan yang akan mempengaruhi kurva permintaan dari *debt* yang ditawarkan kepada perusahaan atau permintaan perusahaan akan *debt* (Ang, 1997). Perusahaan - perusahaan yang *profitable* memiliki lebih banyak *earnings* yang tersedia untuk investasi dan karenanya, akan cenderung membangun ekuitas mereka relatif terhadap *debt*. Oleh karena itu semakin rendah *Debt to Equity Ratio* akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya (Ang, 1997). Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya (Ang, 1997).

Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen. Jika beban hutang semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividen akan semakin rendah, sehingga *Debt to Equity Ratio* mempunyai pengaruh negatif dengan *dividend payout ratio*.

2. Profitability

Profitability menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba secara relatif. Relatif disini artinya laba tidak di ukur dari besarnya secara mutlak tetapi diperbandingkan dengan unsur – unsur atau tolak ukur lainnya. Tolak ukur yang dipakai biasanya pendapatan, dana dan modal.

Semakin tinggi nilai *Net profit margin* mengindikasikan bahwa semakin baik perusahaan menghasilkan laba sehingga semakin tinggi pula dividen yang dapat dibayarkan oleh perusahaan. Apabila tingkat keuntungan perusahaan semakin stabil maka perusahaan dapat memprediksi keuntungan – keuntungan dimasa yang akan datang dengan ketepatan yang lebih tinggi. Dengan demikian perusahaan tersebut dapat mempertahankan pembayaran sebagian besar dari keuntungannya dalam bentuk dividen.

Menurut Riyanto (2001) tingkat efisiensi dan efektivitas pengelolaan perusahaan dapat diketahui dengan membandingkan laba yang diperoleh dengan kekayaan atau modal yang menghasilkan laba tersebut.

3. Liquidity

Liquidity menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya. *Liquidity* dapat dihitung melalui sumber informasi tentang modal kerja yaitu pos – pos aktiva lancar dan hutang lancar.

Cash ratio adalah salah satu ukuran dari rasio likuiditas (*liquidity ratio*) yang merupakan kemampuan perusahaan memenuhi *equity* melalui sejumlah kas (dan setara kas, seperti giro atau simpanan lain di bank yang dapat ditarik setiap saat)

yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi *cash ratio* menunjukkan kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. (Brigham, 1983).

Posisi kas suatu perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan, sebelum membuat keputusan menentukan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar. Semakin kuat posisi kas perusahaan, berarti semakin besar kemampuannya untuk membayar dividen. Posisi kas dihitung berdasarkan perbandingan antara saldo kas akhir tahun dengan laba bersih setelah pajak (Stanley dan Geoffrey, 1987 dalam Prihantoro, 2003: p.10).

Mollah, Sobur dan Keason (2000) menunjukkan bahwa posisi *cash ratio* merupakan variabel penting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam *dividend payout ratio*. Perusahaan yang menunjukkan kendala pembayaran (kekurangan likuiditas) mengarahkan manajemen untuk membatasi pertumbuhan dividen (Sharaks, 2005) Dengan kata lain, meningkatnya posisi *cash ratio* juga akan meningkatkan pembayaran dividen.

4. Ukuran (*Size*)

Ukuran untuk menentukan *firm size* adalah dengan *log natural* dari total aktiva (Farinha, 2002) [44]. Suatu perusahaan besar yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan yang baru dan yang masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses ke pasar modal. Karena kemudahannya akses ke pasar modal cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan mampu memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil (Chang dan Rhee, 1990).

5. *Life cycle*

Life cycle merupakan konsep penting yang memberikan pemahaman tentang dinamika kompetitif suatu perusahaan, dengan menggunakan skala rasio. (Angelo dan Stulz 2006). Teori kebijakan dividen memprediksi bahwa *dividend payout ratio* bervariasi di antara berbagai tahap siklus hidup perusahaan. Pada awalnya, perusahaan cenderung meningkatkan dan memanfaatkan peluang investasi sehingga pembayaran dividen menjadi rendah. Pada perusahaan yang telah matang dan lebih besar, pembayaran dividen meningkat tetapi menurun lagi setelah penurunan *profitability*.

Hubungan antar variabel

1. Pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Debt to asset ratio merupakan salah satu ukuran dari *Leverage* digunakan untuk meningkatkan pengembalian pemegang saham. *Leverage* yang menguntungkan atau positif terjadi pada saat perusahaan menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi dengan menggunakan biaya tetap. Utang ini seharusnya digunakan karena pengaruhnya atas pengembalian kepada pemegang saham sementara risikonya diabaikan. Di sisi lain utang dapat membatasi pembayaran dividen saat masih terdapat pinjaman. Perusahaan harus membayar beban bunga sehingga dapat mengurangi pembayaran dividen (Brigham & Houston, 2006:95). Semakin rendah *Debt to asset ratio* maka semakin tinggi aset dari pemegang saham, sehingga tingkat ketergantungan aset perusahaan semakin kecil dan risiko gagal bayar perusahaan semakin kecil, dan aset yang diperoleh untuk membayar utang semakin kecil dan pembayaran dividen perusahaan kepada pemegang saham semakin rendah.

Dari penjelasan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis:

H1 : *Leverage (Debt to asset ratio)* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

2. Pengaruh *Profitability* terhadap kebijakan dividen.

Net profit margin merupakan salah satu ukuran dari *Profitability* digunakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih melalui pendapatan, dana dan modal. Semakin tinggi nilai *Net profit margin* mengindikasikan bahwa semakin baik perusahaan menghasilkan laba bersih sehingga semakin tinggi pula dividen yang dapat dibayarkan oleh perusahaan. Apabila tingkat keuntungan perusahaan semakin stabil maka perusahaan dapat memprediksi keuntungan – keuntungan di masa yang akan datang dengan ketepatan yang lebih tinggi. Dengan demikian perusahaan tersebut dapat mempertahankan pembayaran sebagian besar dari keuntungannya dalam bentuk dividen.

Dari penjelasan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis:

H2 : *Profitability (Net profit margin)* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

3. Pengaruh *Liquidity* terhadap kebijakan dividen.

Cash ratio merupakan salah satu ukuran dari *Liquidity* menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya. *Liquidity* dapat dihitung melalui sumber informasi tentang modal kerja yaitu pos – pos aktiva lancar dan hutang lancar. Semakin tinggi *cash ratio* menunjukkan kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Dengan semakin meningkatnya *cash ratio* juga dapat meningkatkan pembayaran dividen yang diharapkan oleh pemegang saham.

Posisi kas suatu perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan, sebelum membuat keputusan menentukan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Semakin kuat posisi kas perusahaan, berarti semakin besar kemampuannya untuk membayar dividen .

Dari penjelasan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis:

H3 : *Liquidity (Cash ratio)* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

4. Pengaruh *Size* terhadap kebijakan dividen.

Suatu perusahaan bisa dikatakan sebagai perusahaan besar, jika kekayaan yang dimilikinya besar, demikian juga sebaliknya. Biasanya masyarakat menilai besar kecilnya perusahaan dengan melihat fisik perusahaan (perusahaan yang dari luar terlihat megah dan besar diartikan sebagai perusahaan besar). Namun, hal itu belum tentu menunjukkan perusahaan tersebut memiliki kekayaan yang besar. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mencapai tahap kedewasaan, dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah bertambah, dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, dan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan aset yang kecil. Semakin besar perusahaan maka semakin besar dana yang diperlukan untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Ukuran perusahaan dapat dilihat dari rata-rata total penjualan bersih untuk tahun bersangkutan sampai beberapa tahun (Brigham dan Houston,2001). Perusahaan yang memiliki total aktiva yang besar (perusahaan besar) akan lebih banyak mendapatkan perhatian dari investor, kreditor maupun para pemakai informasi keuangan lainnya dibandingkan dengan perusahaan kecil. Jika perusahaan memiliki total aktiva yang besar, maka manajemen akan lebih leluasa dalam menggunakan aktiva perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. sehingga perusahaan mampu memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi dari pada perusahaan kecil (Sutrisno, 2001).

Dari penjelasan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis:

H4 : *Size* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

5. *Life cycle* memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Seperti yang telah dijelaskan pada hipotesis sebelumnya, semakin rendah *Debt to asset ratio* maka semakin tinggi asset dari pemegang saham, sehingga tingkat ketergantungan aset perusahaan terhadap hutang semakin kecil dan risiko gagal bayar perusahaan semakin kecil.

Kebijakan dividen memprediksi bahwa *dividend payout* bervariasi di antara berbagai tahap siklus hidup perusahaan. Pada awalnya, perusahaan cenderung meningkatkan dan memanfaatkan peluang investasi sehingga pembayaran dividen menjadi rendah atau bahkan tidak membagikan dividen. Studi pertama yang menyelidiki hubungan antara Teori siklus hidup dan kebijakan dividen adalah penelitian Mueller (1972), yang menyarankan bahwa ada manajerial *diseconomies of scale*, yaitu sebuah perusahaan yang matang tidak bisa berinvestasi di tingkat pengembalian yang wajar. Temuannya menunjukkan bahwa pemegang saham perusahaan yang *mature* lebih menyukai dividen daripada retensi. Hal yang sama diungkapkan oleh Denis dan Osobov (2008) yang menyatakan bahwa siklus perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Dengan demikian *leverage* yang tinggi akan menyebabkan *dividend pay out ratio* perusahaan menjadi lebih rendah, namun dampaknya akan melemah untuk perusahaan yang berada pada siklus matang, karena pada perusahaan-perusahaan yang berada pada tahap dewasa, tersedia dana lebih banyak, sementara kesempatan untuk melakukan investasi pada proyek-proyek dengan Net Present Value positif sudah semakin terbatas. Dana tersebut lebih baik bila dibagikan sebagai dividen.

Dari penjelasan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis:

H5 : *Life cycle* memoderasi (memperlemah) pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

6. *Life cycle* memoderasi pengaruh *profitability* terhadap kebijakan dividen.

Seperti yang telah dijelaskan pada hipotesis sebelumnya, bahwa semakin baik perusahaan menghasilkan laba bersih maka akan semakin tinggi pula dividen yang dapat dibayarkan oleh perusahaan. Dengan demikian perusahaan tersebut dapat mempertahankan pembayaran sebagian besar dari keuntungannya dalam bentuk dividen.

Pada umumnya, ketika perusahaan memasuki tahap awal dari siklus hidupnya yakni, siklus *growth*, maka perusahaan cenderung lebih bergantung pada pendanaan eksternal. Pada siklus ini keuntungan perusahaan akan banyak diinvestasikan kembali kepada perusahaan, karena masih banyaknya peluang investasi. Perusahaan pada siklus *growth* cenderung untuk memiliki level pembayaran dividen yang rendah atau bahkan sama sekali tidak membayar dividen. Sedangkan perusahaan dengan *life cycle* yang tinggi atau pada tahap *mature* cenderung berada pada fase yang lebih *mature* dengan profit tinggi, sehingga lebih memungkinkan untuk membayar dividen, karena kesempatan investasi yang sudah sangat terbatas.

Semakin tinggi keuntungan perusahaan maka akan semakin besar dividen yang dibayarkannya, *life cycle* akan memperkuat hubungan tersebut.

Dari penjelasan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis:

H6 : *Life cycle* memoderasi (memperkuat) pengaruh *profitability* terhadap kebijakan dividen.

7. *Life cycle* memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap kebijakan dividen.

Seperti yang telah dijelaskan pada hipotesis sebelumnya, semakin besar kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya, maka akan semakin kuat posisi kas perusahaan, berarti semakin besar kemampuannya untuk membayar dividen.

Ketika perusahaan sudah mencapai tingkat *mature*, maka arus kas juga akan menunjukkan angka yang semakin besar, sehingga dianggap kebijakan

pembayaran dividen akan semakin tinggi. Perusahaan yang telah dewasa merasa bahwa pembayaran dividen lebih diperlukan. Kebalikannya, perusahaan yang masih muda perlu untuk membangun cadangan dana untuk kesempatan pertumbuhan finansial perusahaan, yang mengharuskan mereka untuk menahan *earnings*.

Rasio *retained earnings* dengan total ekuitas adalah proxy logis untuk tahap *life cycle* yang sedang dialami perusahaan, karena rasio ini mengukur sejauh mana perusahaan sudah swadana atau masih mengandalkan dana eksternal. Perusahaan dengan rasio rendah cenderung masih dalam tahap mengandalkan suntikan dana eksternal, sedangkan perusahaan dengan rasio tinggi cenderung sudah mencapai tahap *mature* dengan keuntungan kumulatif yang cukup, sehingga lebih mengandalkan self-financing, dan membuat perusahaan semacam ini menjadi kandidat yang lebih baik dalam pembayaran dividen. Semakin likuid perusahaan, semakin besar jumlah dividen kas yang akan dibayarkan kepada pemegang sahamnya, kondisi ini akan diperkuat oleh *life cycle*-nya.

Dari penjelasan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis:

H7 : *Life cycle* memoderasi (memperkuat) pengaruh *liquidity* terhadap kebijakan dividen.

8. *Life cycle* memoderasi pengaruh *Size* terhadap kebijakan dividen

Seperti yang telah dijelaskan pada hipotesis sebelumnya, perusahaan yang memiliki total aktiva yang besar (perusahaan besar), menyebabkan manajemen lebih leluasa dalam menggunakan aktiva perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Pada perusahaan dengan asset besar diasumsikan, perusahaan dapat mengelola assetnya dengan baik, sehingga kemungkinan perusahaan untuk menghasilkan profit akan semakin besar. Sehingga, perusahaan akan memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Disamping itu, ukuran perusahaan berpotensi mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan. Semakin besar perusahaan, maka akan semakin besar keuntungan di pasar modal dalam meningkatkan dana eksternal, sehingga tidak bergantung pada pendanaan internal.

Perusahaan yang telah memasuki siklus dewasa akan berada pada suatu kondisi bahwa pembayaran dividen lebih diperlukan, karena semakin sedikitnya kesempatan investasi pada siklus dewasa. Kebalikannya, perusahaan yang masih muda perlu untuk membangun cadangan dana untuk kesempatan pertumbuhan finansial perusahaan, yang mengharuskan mereka untuk menahan *earnings*.

Semakin besar ukuran perusahaan maka akan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividennya, atau akan semakin tinggi pembayaran dividennya. Hubungan tersebut akan diperkuat dengan siklus hidupnya. Pengaruh *Size* terhadap pembayaran dividen, akan semakin kuat pada perusahaan-perusahaan yang memasuki tahap dewasa.

Dari penjelasan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis:

H8 : *Life cycle* memoderasi (memperkuat) pengaruh *Size* terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Terdahulu

Beberapa peneliti telah melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, hasil dari beberapa peneliti akan digunakan sebagai bahan referensi dan perbandingan dalam penelitian ini, antara lain adalah sebagai berikut :

Andi Syahbana (2007) menggunakan 31 perusahaan yang listed di BEJ dan membagikan dividen pada tahun 2003-2005 menganalisis pengaruh antara Return on Asset, *cash ratio*, Debt to Asset, Growth, dan *size* terhadap dividend payout ratio. Return on Asset berpengaruh positif signifikan dan Debt to Asset berpengaruh negatif signifikan terhadap dividend payout ratio, sementara variabel *Cash ratio*

dan growth mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan dan *size* mempunyai pengaruh positif tidak signifikan terhadap dividend payout ratio. Secara simultan kelima variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap dividend payout ratio dan kelima variabel mampu menjelaskan dividend payout ratio sebesar 17.6%.

Ahmad Ony Pratama (2014), menggunakan 14 perusahaan manufaktur yang diperoleh dari Daftar Efek Syariah yang membagikan dividen pada tahun 2010-2012 dengan menggunakan analisis regresi linear berganda, menganalisis pengaruh dari cash position, current ratio, debt to equity ratio, net present margin, *size* dan growth terhadap dividend payout ratio. Hanya cash position yang berpengaruh signifikan lemah terhadap dividend payout ratio, variabel current ratio, debt to equity ratio, net present margin, *size* dan growth tidak berpengaruh terhadap terhadap dividend payout ratio.

Gill et al.(2010) meneliti faktor - faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio pada 266 perusahaan jasa dan manufaktur di Amerika Serikat. Variabel-variabel yang digunakan dalam memprediksi dividend payout ratio adalah corporate *profitability*, cash flow, tax, sales growth, market to book value, dan debt to *equity* ratio. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa pada perusahaan jasa, dividend payout ratio yang dibayarkan secara signifikan dipengaruhi oleh variabel *profit margin*, sales growth dan debt to *equity* ratio, sedangkan variabel-variabel cash flow, tax dan market to book value tidak berpengaruh terhadap dividend payout ratio. Pada perusahaan manufaktur variabel-variabel yang mempengaruhi dividend payout ratio adalah *profit margin*, tax dan market to book ratio, sedangkan variabel-variabel cash flow, sales growth an debt to *equity* ratio tidak berpengaruh terhadap dividend payout ratio.

Denis dan Osobov (2008) meneliti secara cross-sectional dan time-series mengenai kecenderungan untuk membayar dividen di enam pasar keuangan negara maju (AS, Kanada, Inggris, Jerman, Prancis, dan Jepang) selama periode 1989-2002. Hasil penelitian menemukan bahwa pembayaran dividen dikaitkan dengan *size*, *life cycle*, profitabilitas. Di enam negara, rasio laba ditahan terhadap total ekuitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Perusahaan membayar dividen adalah terkonsentrasi pada perusahaan-perusahaan besar dengan menghasilkan laba besar. Perusahaan membayar dividen tinggi bila rasio ini tinggi dan membayar dividen rendah ketika laba ditahan negatif.

METODOLOGI PENELITIAN

Populasi dan sampel

Berdasarkan sumber datanya, data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data diperoleh dari sumber yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data (Sugiyono, 2008). Dalam penelitian ini data diperoleh dari website BEI dan ICMD. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini adalah data laporan keuangan dan company profile perusahaan – perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2008-2013.

Dalam penelitian ini populasinya adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2008-2013. Periode 2008-2013 (6 tahun) digunakan sebagai periode pengamatan karena dengan rentang waktu tersebut diharapkan akan didapatkan jumlah sampel penelitian yang cukup dan dapat digeneralisasi. Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut (Sugiyono, 2008). Sampel dalam penelitian ini dipilih dengan metode *purposive sampling* dengan menggunakan kriteria sebagai berikut:

- a) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI berturut-turut dari tahun 2008 - 2013.
- b) Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangannya secara lengkap.
- c) Perusahaan dengan Net Income positif.

d) Perusahaan dengan *Retained Earning* positif

Dari 147 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2008-2013 hanya terpilih 66 perusahaan yang akan digunakan sebagai sampel penelitian.

Analisa Regresi Tobit

Regresi tobit merupakan analisis regresi yang digunakan untuk variabel dependen yang sebagian datanya berskala diskrit dan sebagian data berskala kontinyu. Pemotongan mengacu kasus ketika data hilang di kedua variabel independen dan dependen. Namun dalam penelitian ini model Tobit diterapkan untuk mendapatkan pandangan alternatif untuk analisis regresi berganda di mana kita dikecualikan semua pengamatan nol dalam variabel dependen (*dividend payout ratio*). Pengecualian dari rasio pembayaran dividen nol mungkin telah menciptakan semacam bias dan oleh karena itu kami menerapkan model Tobit untuk mendapatkan titik pandang alternatif.

Dalam model Tobit semua rasio pembayaran dividen nol disensor dan bukannya dikeluarkan dari sampel. Teknik analisis yang akan dipakai dalam penelitian ini adalah dengan memakai teknik analisis regresi tobit untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai hubungan antara variabel satu dengan variabel yang lain. Variabel dependen yang digunakan adalah *Dividend Payout Ratio* dan variabel independennya *leverage*, *profitability*, *liquidity*, dan *Size* serta *life cycle* sebagai pemoderasi. Untuk mengetahui apakah ada pengaruh yang signifikan dari variabel independen terhadap variabel dependen maka digunakan model regresi tobit. Model ini pertama kali dikemukakan oleh Tobin. Tobin menghubungkan studinya berdasarkan analisis probit, sehingga modelnya kemudian disebut dengan model Tobit (Tobin probit), yang dirumuskan sebagai berikut:

$$Y_i = \begin{cases} \alpha_i X_i + \beta_i ; \\ \text{untuk } Y_i > 0 \text{ dan } Y_i \leq 0 \end{cases}$$

di mana:

Y_i = variabel dependen, adalah vektor parameter berukuran $k \times 1$,

X_i = variabel independen, vektor regressor berukuran $k \times 1$, termasuk 1 bila dengan intersep,

α_i = koefisien regresi

β_i = sisaan (galat) yang bebas dan berdistribusi normal dengan nilai tengah nol.

Karena sensor dari nilai nol itu berarti bahwa rasio pembayaran dividen adalah nol atau tidak dikeluarkan dari sampel. Karena makna ganda nol disampel kami telah menggunakan kemungkinan maksimum likelihood (ML) estimator di mana sampel dibagi menjadi variabel disensor dan *uncensored*. Pengamatan *uncensored* diperlakukan dengan cara yang sama seperti dalam regresi OLS sedangkan nilai disensor tidak diketahui dan nilai yang paling mungkin karena itu digunakan untuk variabel ini. Dikombinasikan rumus untuk kedua data tersensor dan tanpa sensor ini sesuai dengan panjang, dimana fungsi densitas standar variabel normal, adalah distribusi normal standar dan menentukan adalah titik minimum untuk data disensor dan setara dengan 0.

Pengujian Hipotesis

Model analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah model Tobit. Relevansi nilai dalam penelitian ini dipilih untuk mengetahui variabel-variabel independen yang berhubungan dengan variabel dependen dengan menggunakan panel data. Adapun persamaan penelitiannya adalah sebagai berikut:

Untuk menguji pengaruh *Leverage*, *profitability*, *Liquidity* dan *Size* terhadap Kebijakan dividen, digunakan model penelitian / rumus sebagai berikut:

$$\text{Model 1: } DPR = \alpha + \beta_1 \text{DAR} + \beta_2 \text{NPM} + \beta_3 \text{CAR} + \beta_4 \text{SIZE} + \varepsilon$$

Untuk menguji keberadaan *Life cycle* sebagai pemoderasi (memperkuat/memperlemah) mempengaruhi hubungan *Leverage*, *profitability*, *Liquidity* dan *Size* terhadap Kebijakan dividen, digunakan model penelitian / rumus sebagai berikut :

$$\text{Model 2: } DPR = \alpha + \beta_1 \text{DAR} * \text{LC} + \beta_2 \text{NPM} * \text{LC} + \beta_3 \text{CAR} * \text{LC} + \beta_4 \text{SIZE} * \text{LC} + \beta_5 \text{DAR} + \beta_6 \text{NPM} + \beta_7 \text{CAR} + \beta_8 \text{SIZE} + \varepsilon$$

Definisi Operasional Variabel

Berikut ini akan dijelaskan mengenai definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian :

Variabel Dependen

1. DPR = Divident Payout Ratio

Dividend Payout Ratio (DPR) merupakan rasio antara dividend per share (DPS) terhadap *Earning* per share (EPS).

Variabel Independen

2. DAR = Debt to Total Asset Ratio

DAR merupakan ratio antara total hutang (total debts) baik hutang jangka pendek (current liability) dan hutang jangka panjang terhadap total aktiva (total assets) baik aktiva lancar (current assets) maupun aktiva tetap (fixed asset) dan aktiva lainnya (others assets) (Ang, 1997).

3. NPM = Net Present Margin

Net Present Margin merupakan rasio antara pendapatan bersih sesudah pajak (net income after tax) terhadap penjualan (sales).

4. CAR = *Cash ratio*

Merupakan rasio antara kas dan equivalent terhadap total assets. Kas dan equivalent menunjukkan besarnya kas dan setara kas (giro dan simpanan lain yang pengambilannya tidak dibatasi oleh waktu), sedangkan total assets menunjukkan jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan.

5. SIZE = Ukuran Perusahaan

Ukuran untuk menentukan ukuran perusahaan adalah dengan log natural dari total asset.

6. LC (pemoderasi) = *Life cycle*

Merupakan rasio antara *retained earning* terhadap *equity*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Analisis Regresi Tobit

Pengujian Model 1

Model pertama dalam penelitian ini memakai model tobit karena skala variabel terikat bersifat kuantitatif dan bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Berdasarkan Tabel 1, maka diperoleh model matematis pertama dalam penelitian ini sebagai berikut :

$$\text{DPR} = -352.0973 \text{ CON} - 144.9575 \text{ DAR} - 75.15960 \text{ NPM} + 150.4255 \text{ CAR} + 23.35481 \text{ SIZE}$$

Hipotesis 1

H1 : *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan dividen.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa adanya pengaruh negatif signifikan *leverage* terhadap kebijakan dividen yang berarti sesuai dengan dengan hipotesis yang telah dijelaskan sebelumnya. Peningkatan utang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima. Karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen. Jika beban hutang semakin tinggi,

maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividen akan semakin rendah, sehingga *leverage* mempunyai pengaruh negatif dengan kebijakan dividen. Dengan demikian, hasil mendukung hipotesis 1.

Hipotesis 2

H2 : Profitabili berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan dividen.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Profitability* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, maka hasil tidak mendukung hipotesis 2. Hal ini sejalan dengan penelitian Ahmad Ony Pratama (2014) yang menyatakan bahwa *profitability* tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Hasil ini, tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Gill et al.(2010) dan Nasrul (2004), yang hasilnya menemukan adanya pengaruh positif NPM terhadap DPR.

Hipotesis 3

H3 : Liquidity berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan dividen.

Berdasarkan Tabel 1 hasil pengujian z-statistik atas *Liquidity (cash ratio)* menunjukkan nilai probabilitas dari z sebesar $0.1259 > 0.05$ maka *liquidity* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian hasil tidak mendukung hipotesis 3. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Andi Syahbana (2007), yang hasilnya pengaruh negatif tidak signifikan, CAR terhadap DPR. Kebalikan dari penelitian yang dilakukan oleh Sujasno (2004) yang hasilnya menemukan adanya pengaruh positif signifikan CAR terhadap DPR, sementara penelitian Ahmad Ony Pratama (2014) yang hasilnya berpengaruh signifikan.

Tabel 1 Ringkasan Hasil Regresi Tobit

| Variabel | Model I | | | Model II | | | |
|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|----------|-----|
| | Coefisien | Std. Error | z -Stat | Coefisien | Std. Error | z -Stat | |
| C | -352.0973 | (93.6464) | -3.75986 | -383.1681 | (93.6828) | -4.09006 | |
| DAR | -144.9575 | (66.4314) | -2.182062 | -1005.027 | (218.0586) | -4.60898 | *** |
| NPM | -75.1596 | (129.798) | -0.57905 | -1150.314 | (392.5727) | -2.93019 | *** |
| CAR | 150.4255 | (98.2987) | 1.53029 | 20.97882 | (411.7797) | 0.05095 | |
| SIZE | 23.35481 | (6.133) | 3.807897 | 60.08081 | (11.3736) | 5.28247 | *** |
| DAR * LC | | | | 1222.122 | (293.7445) | 4.1605 | *** |
| NPM * LC | | | | 1357.258 | (462.2143) | 2.93643 | *** |
| CAR * LC | | | | 235.8626 | (506.4237) | 0.46574 | |
| SIZE * LC | | | | -47.7003 | (11.6985) | -4.07747 | *** |

Dijalankan dengan regresi tobit dan menggunakan program Eviews versi 8.
 * Signifikan pada alpha 10 %
 ** Signifikan pada alpha 5 %
 *** Signifikan pada alpha 1 %
Model I : $DPR = \alpha + \beta_1DAR + \beta_2NPM + \beta_3CAR + \beta_4SIZE + \epsilon$
Model II : $DPR = \alpha + \beta_1DAR*LC + \beta_2NPM*LC + \beta_3CAR*LC + \beta_4SIZE*LC + \beta_5DAR + \beta_6NPM + \beta_7CAR + \beta_8SIZE + \epsilon$
 DPR = Dividend Payout Ratio, DAR = Debt to asset ratio, NPM = Net profit margin,
 CAR = Cash ratio, SIZE = ln(Total Asset), dan LC = Life cycle.

Sumber: Data diolah, 2015

Hipotesis 4

H4 : SIZE berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan dividen.

Berdasarkan Tabel 1 hasil pengujian z-statistik atas *Size* menunjukkan nilai probabilitas dari z sebesar $0.0001 < 0.01$ maka hasil mendukung H4, sehingga secara statistik terbukti bahwa ada pengaruh positif signifikan *Size* terhadap Kebijakan dividen. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chang and Rhee (1990) yang hasilnya menemukan adanya pengaruh positif signifikan *Size* terhadap DPR. Kebalikan dari penelitian Andi Syahbana (2007), yang hasilnya menemukan adanya pengaruh positif tidak signifikan *Size* terhadap DPR. Penelitian Ahmad Ony Pratama tidak berpengaruh *Size* terhadap DPR.

Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula dividen yang dibagikan. Semakin besar asset yang dimiliki oleh perusahaan, diasumsikan dengan adanya efisiensi penggunaan aset akan semakin tinggi pula penjualan yang akan dihasilkan. Karena dengan semakin tingginya tingkat

penjualan, diasumsikan dengan adanya efisiensi biaya maka diharapkan akan semakin banyak pula net income yang dihasilkan perusahaan sehingga pembayaran dividen akan lebih besar pula. Perusahaan yang besar cenderung mempunyai akses yang lebih mudah dalam pasar modal, sehingga perusahaan dapat membayarkan dividen yang lebih besar dari laba yang diperolehnya sehingga mengurangi ketergantungan pada pendanaan internal.

Pengujian Model 2

Berdasarkan Tabel 1, maka diperoleh model matematis kedua dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\text{DPR} = -383.1681 \text{ CON} + 1222.122 \text{ DAR*LC} + 1357.258 \text{ NPM*LC} + 235.8626 \text{ CAR*LC} - 47.70030 \text{ SIZE*LC} - 1005.027 \text{ DAR} - 1150.314 \text{ NPM} + 20.97882 \text{ CAR} + 60.08081 \text{ SIZE}$$

Melihat hasil tabel di atas, maka dapat disimpulkan hasil analisis pengujian hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 5

H5 : *Life cycle* memoderasi (memperlemah) pengaruh *leverage* terhadap Kebijakan dividen.

Berdasarkan Tabel 1 hasil pengujian z-statistik atas *life cycle* pemoderasi hubungan *leverage* (*Debt to asset ratio*) terhadap kebijakan dividen (DPR) menunjukkan nilai probabilitas dari z sebesar $0.0000 < 0.01$ maka hasil mendukung H5, sehingga secara statistik terbukti bahwa *life cycle* memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Tanda positif pada koefisien variabel menunjukkan bahwa *life cycle* memperlemah pengaruh hubungan *leverage* terhadap kebijakan dividen. Hutang yang semakin besar akan menyebabkan semakin besar pula beban bunga yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Sehingga pada akhirnya akan mengakibatkan laba perusahaan akan semakin menurun. Mengingat dividen adalah bagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham, maka akan menyebabkan pembayaran dividen akan semakin rendah. Meskipun demikian pengaruh tersebut akan melemah untuk perusahaan-perusahaan yang telah memasuki *life cycle mature/dewasa*. Jumlah akumulasi *retained earning* yang semakin tinggi memperlemah pengaruh hutang terhadap kebijakan dividen.

Hipotesis 6

H6 : *Life cycle* memoderasi (memperkuat) pengaruh Profitability terhadap Kebijakan dividen

Berdasarkan Tabel 1 hasil pengujian z-statistik atas *life cycle* sebagai pemoderasi Profitability (Net Present Margin) menunjukkan nilai probabilitas dari z sebesar $0.0033 < 0.01$ maka hasil mendukung H6, sehingga secara statistik terbukti *life cycle* memoderasi pengaruh *Profitability* terhadap Kebijakan dividen.

Pada pengembangan hipotesis, dinyatakan bahwa *life cycle* akan memperkuat pengaruh *profitability* terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan temuan, semakin tinggi profit suatu perusahaan maka akan semakin tinggi juga dividen yang dibayarkan, pengaruh siklus memperkuat hubungan tersebut.

Hipotesis 7

H7 : *Life cycle* memoderasi (memperkuat) pengaruh *liquidity* terhadap Kebijakan dividen

Berdasarkan Tabel 1 hasil pengujian z-statistik atas *life cycle* sebagai pemoderasi, menunjukkan nilai probabilitas z sebesar $0.6414 > 0.05$ maka dengan demikian tidak mendukung H7. Sehingga secara statistik terbukti bahwa tidak ada

pengaruh signifikan *life cycle* pemoderasi bagi hubungan *liquidity* dan kebijakan dividen.

Hipotesis 8

H8 : *Life cycle* memoderasi (memperkuat) pengaruh hubungan *Size* terhadap Kebijakan dividen

Berdasarkan Tabel 1, pengujian z-statistik menunjukkan nilai sebesar $0.0000 < 0.01$, maka dengan demikian, mendukung H8. Sehingga secara statistik terbukti bahwa *life cycle* sebagai pemoderasi pengaruh *Size* terhadap kebijakan dividen.

Seperti yang ditunjukkan dengan hasil sebelumnya, dimana semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula dividen yang dibagikan. Namun tanda negatif pada koefisien variabel menunjukkan bahwa semakin dewasa suatu perusahaan, justru memperlemah pengaruh ukuran terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini berlawanan dengan pengembangan hipotesis yang menyatakan bahwa seharusnya semakin *mature* perusahaan, maka akan semakin kuat pengaruh dari ukuran terhadap kebijakan dividennya. Kemungkinan yang dapat menjelaskan hal tersebut adalah adanya masalah *agency problem* antara pemegang saham pengendali (*controlling shareholders/insiders*) dengan pemegang saham minoritas (*public*). Dominasi pemegang saham mayoritas (pengendali) memungkinkan keputusan dividen yang diambil adalah memperkecil level pembayaran dividen ketika perusahaan justru sedang berada pada tahap *mature*. Seharusnya, hubungan antara siklus hidup perusahaan dengan kebijakan dividen diperkuat oleh *life cycle*, dimana akumulasi laba ditahan semakin meningkat, dengan kesempatan investasi yang semakin terbatas. pemegang saham utama juga menginginkan pembayaran dividen. Berdasarkan temuan, semakin besar *size* suatu perusahaan maka akan semakin tinggi dividen yang dibayarkan, namun pengaruh tersebut diperlemah pada saat perusahaan memasuki tahap dewasa. Sehingga hasil penelitian tidak mendukung H8.

Dividend tunneling merupakan pengalihan profit perusahaan publik kepada perusahaan lainnya yang masih berada di bawah kepemilikan pemegang saham dominan. Diperlukan penelitian lanjutan untuk mengalisa hal tersebut.

Kesimpulan

Penelitian ini mencoba untuk menganalisa, apakah *Leverage*, *Profitability*, *Liquidity*, dan *Size* berpengaruh terhadap Kebijakan dividen serta *Life cycle* sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008 - 2013. Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi Tobit menunjukkan bahwa :

1. *Leverage* berpengaruh negatif signifikan, *Size* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan dividen; *Profitability* dan *liquidity* tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan dividen,
2. *Life cycle* memoderasi (memperlemah) pengaruh *leverage* terhadap Kebijakan dividen. *Life cycle* memoderasi (memperkuat) pengaruh *Profitability* terhadap Kebijakan dividen; *Life cycle* tidak memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap kebijakan dividen menunjukkan hasil dan *Life cycle* memoderasi (memperlemah) pengaruh *Size* terhadap kebijakan dividen.

Saran

Pada penelitian yang akan datang terdapat beberapa hal yang perlu diperhatikan, diantara adalah sebagai berikut:

1. Manajer keuangan dapat menggunakan hasil dari penelitian ini untuk mengembangkan kebijakan dividen untuk mencapai maksimalisasi

kekayaan pemegang saham. Para manajer keuangan dapat memutuskan apakah perusahaan harus menjaga keuntungan untuk investasi atau untuk mendistribusikannya sebagai dividen.

2. Menambahkan jumlah sampel dalam waktu pengamatan yang lebih lama sehingga nantinya diharapkan hasil yang diperoleh akan lebih dapat digeneralisasikan.
3. Mempertimbangkan selain industri manufaktur, misalnya property atau banking.
4. Mempertimbangkan variabel-variabel lainnya, misalnya kepemilikan, growth, dan Market To Book.
5. Mempertimbangkan variabel lainnya sebagai pemoderasi, misalnya growth.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, R, 1997, "Buku Pintar Pasar Modal Indonesia", Mediasoft, Jakarta.
- Brigham, Eugene, and Houston, J.F, 1998, "Fundamentals of Financial Management (terjemahan)", Eighth Edition, New York: The Dryden Press. Harcourt Brace College Publishers.
- Chang, R.P, and Rhee, S.G, 1990, "Tax and Dividends: The Impact of Personal, Tax on Corporate Dividen Policy and Capital structure Decisions", Financial Manajemen/Summer, p21-31.
- Damayanti,S dan Achyani,F, 2006, "Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Payout Ratio". Jurnal Akuntansi dan Keuangan Vol.5 No.1 April. p.51-62.
- DeAngelo, H, et.al. 2006, "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory". Journal of Financial Economics 81, pp. 227-254.
- Denis,D.J.& Osobov,I,2008,"Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of DividendPolicy"., JournalofFinancialEconomics89,6282,doi:10.1016/j.jfineco.2007.06.006,http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006.
- Fitriyani, Lita Yulia, 2002, "Analisis Variabel-variabel yang mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta". Tesis Program pendidikan Magister Universitas Padjajaran Bandung (tidak dipublikasikan).
- Gill, Amarjit, Nahum Biger, dan Rajendra Tibrewala (2010),"Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence from United States", The open Business Journal, 2010, No.3,pp.8-14.
- Hartono, Jogiyanto, 1998, Analisis dan Desain Sistem Informasi: Pendekatan Terstruktur Teori dan Praktek Aplikasi Bisnis", Andi Offset, Yogyakarta.
- Hatta, Atika Jauhari, 2002, "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder", JAAI Vol 6 No 2 Desember.
- Husnan, Suad, 1996,"Manajemen Keuangan", Yogyakarta: BPFE Empat
- Jensen, Michael C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the Firm: managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, vol. 3 no. 4: pp.305-360
- Miller, M. & F. Modigliani. 1961. "Dividend policy: growth and the valuation of Shares", Journal of Business, vol. 34, pp. 411-33.
- Mollah, A., Sobur and Keasen, K, 2000, "The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from The Dhaka Stock Exchange", Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Prihantoro, 2003, "Estimasi Pengaruh Dividen Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia". Jurnal Ekonomi dan Bisnis No.1 Jilid 8.p.7-14

- Puspita, Fira, 2009 "Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi kebijakan Dividen Payout Ratio". Tesis Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.
- Riyanto, Bambang, 2001, "Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan", Yogyakarta: BPFE
- Sartono, Agus, 2001, "Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang, dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)", JAAI No 6 Vol 2.
- Sharaks, Adel, 2005, "Dividend Policy and Future Cash Flows", Finance India, Vol XIX, No.3, September, pp 901-913.
- Smith, Jr. Clifford W. and Watts, Ross L. (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", Journal of Financial Economics, 32: pp.263-292.
- Sutrisno, 2001, "Manajemen Keuangan : Teori, Konsep dan Aplikasi", Yogyakarta : Ekonisia.
- Van Horne, J & J. Wachowiz. 2005. "Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan", Alih Bahasa Heru Sutojo, Jakarta: Salemba Empat
2013. Indonesian Capital Market Directory