

**PENGARUH *INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS)* PADA
KEBIJAKAN DIVIDEN TUNAI DENGAN UMUR PERUSAHAAN
SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI**

**Ni Luh Putu Puspita Sari¹
I Ketut Budiarta²**

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
email: virgiepitha@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai perusahaan dengan umur perusahaan sebagai variabel pemoderasi. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2006-2011. Sampel diambil dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Seluruh sampel dikelompokkan sesuai dengan tahapan siklus hidup perusahaan menjadi tiga kelompok besar yaitu tahap *growth*, *mature*, dan *decline*. Pengujian hipotesis dilakukan untuk masing-masing tahapan siklus hidup perusahaan dengan metode analisis regresi moderasi. Hasil pengujian pada tahap *growth*, variabel IOS berpengaruh positif pada kebijakan dividen tunai perusahaan. Di lain pihak, pada tahap *mature* dan *decline*, variabel IOS berpengaruh positif pada kebijakan dividen tunai perusahaan, namun tidak signifikan. Variabel umur perusahaan pada tahap *growth*, *mature*, dan *decline* tidak berhasil memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai. Variabel umur perusahaan pada tahap *decline* merupakan variabel independen yang berpengaruh positif pada variabel kebijakan dividen tunai perusahaan.

Kata Kunci: IOS, kebijakan dividen tunai perusahaan, umur perusahaan, dan siklus hidup perusahaan

ABSTRACT

This research is aimed to examine the impact of IOS on cash dividend policy with firm age as moderating variable. Population in this research is the public companies which are listed at Indonesian Stock Exchange year 2006-2011. Sample is determined using purposive sampling technique. All of samples are grouping based on corporate life cycle stages as three big groups are: growth, mature, and decline. Hypothesis is tested for each corporate life cycle stages with moderated regression analysis method. This research results that on the growth, IOS affect positively towards cash dividend policy. On the other hand, on the mature and decline stage IOS affect positively towards cash dividend policy but not significant. On the growth, mature, and decline stage, has no capability to moderate the relationship between IOS with cash dividend policy. Firm age on the decline stage is independent variable that affect positively significant towards cash dividend policy.

Keywords: IOS, cash dividend policy, firm age, and corporate cycle stages

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan publik sudah menjadi topik yang menarik bagi para peneliti akuntansi dan keuangan sejak waktu yang lama. Kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan penting dalam pembelanjaan perusahaan. Weston & Brigham dalam Sumarto (2007) mengemukakan bahwa kebijakan dividen adalah penentuan jumlah keuntungan yang dibayarkan kepada pemegang saham dan yang harus ditanam kembali di dalam perusahaan sebagai laba ditahan. Pembayaran dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan. Di sisi lain, laba ditahan merupakan sumber dana internal terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan. Pembagian dividen akan mengurangi kas perusahaan sehingga dana yang tersedia untuk membiayai kegiatan operasi maupun investasi akan berkurang.

Pertimbangan dalam membuat kebijakan dividen menjadi semakin rumit apabila mengakomodasi kepentingan berbagai pihak. Pihak manajemen pada umumnya menahan kas untuk melunasi hutang atau meningkatkan investasi. Pengurangan hutang dapat mengurangi arus kas keluar berupa beban bunga. Investasi dapat memberikan arus kas masuk bagi perusahaan. Pihak pemegang saham di sisi yang lain mengharapkan dividen kas dalam jumlah relatif besar karena ingin menikmati hasil investasi pada saham perusahaan (Suharli, 2007). Berdasarkan teori keagenan, kondisi ini dipandang sebagai konflik keagenan yang memicu timbulnya biaya keagenan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Zahro (2009) biaya keagenan merupakan pengurangan nilai aktiva perusahaan karena adanya pemisahan kontrol dan kepemilikan. Biaya keagenan meliputi: (1) biaya *monitoring* oleh prinsipal, (2) biaya *bonding* oleh agen, dan (3) *residual loss* yang dialami oleh prinsipal akibat perbedaan keputusan yang diambil oleh agen dengan keputusan yang bertujuan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. Dalam hal ini, kebijakan dividen dapat menjadi pilihan upaya pengawasan oleh pemegang saham kepada manajemen.

Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan. Kebijakan dividen pada dasarnya adalah penentuan seberapa besar porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang saham dan yang akan ditahan sebagai *retained earnings*. Perbandingan antara dividen dengan keuntungan merupakan rasio pembayaran dividen (Hatta, 2002). Salah satu faktor yang dapat menjadi pertimbangan kebijakan dividen adalah *investment opportunity set* (IOS). IOS menurut Pagalung (2003), merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Menurut Smith dan Watts (1994), hubungan antara kebijakan investasi dan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam suatu periode tertentu, akan semakin kecil dividen yang diberikan.

Banyaknya faktor yang menjadi pertimbangan kebijakan dividen, sehingga sulit untuk menyimpulkan yang mana paling dominan pengaruhnya. Salah satunya

adalah *investment opportunity set* (IOS). IOS menurut Pagalung (2003), merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Menurut Smith dan Watts (1994), hubungan antara kebijakan investasi dan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam suatu periode tertentu, akan semakin kecil dividen yang diberikan. Smith dan Watts juga menemukan bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung untuk mengikuti kebijakan pembayaran dividen yang lebih rendah untuk menurunkan masalah-masalah agensi yang berasosiasi dengan kebebasan aliran kas perusahaan. Hasil penelitian Sunarto (2004) menemukan hasil yang bertentangan dengan temuan Smith dan Watts, yaitu bahwa IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Adapun argumen pendukung yang disampaikan bahwa pengaruh positif dan signifikannya IOS pada *dividend payout ratio* menunjukkan *free cash flow hypothesis* lebih berlaku dan tidak mendukung *signalling hypothesis*.

Hasil-hasil penelitian sebelumnya yang tidak konsisten dan adanya berbagai teori yang saling bertentangan dalam menjelaskan kebijakan dividen perusahaan, mengindikasikan adanya faktor lain yang mempengaruhi variabel kebijakan dividen tunaidan memotivasi peneliti untuk melakukan penelitian kembali tentang kebijakan dividen tunai. Dalam penelitian ini umur perusahaan diduga berfungsi sebagai variabel yang memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai. Rumusan masalah penelitian ini adalah apakah IOS mempengaruhi kebijakan

dividen tunai perusahaan? dan apakah umur perusahaan mempengaruhi hubungan antara IOS dan kebijakan dividen tunai perusahaan? Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan menggunakan umur perusahaan sebagai variabel pemoderasi. Hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna baik secara praktis maupun akademis.

Konflik kepentingan agen dan prinsipal dalam perspektif teori keagenan dilatarbelakangi oleh adanya asimetri informasi (Jensen dan Meckling, 1976; Miller dan Rock, 1985; Fatmasari, 2011). Tingkat asimetri informasi akan relatif tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang besar (Sunarto, 2004). Biaya keagenan semakin meningkat pada perusahaan-perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Pemegang saham akan memotivasi manajer untuk melakukan kepentingan mereka guna memperoleh insentif yang berdampak pada pembagian dividen perusahaan.

Pembagian laba dalam bentuk dividen kepada pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik (Stice *et al*, 2011). Dividen dapat berupa uang tunai maupun saham. Teori-teori yang relevan mengenai dividen yang telah teruji secara empiris, yaitu: *bird in the hand theory* (Gordon, 1962); *cliente effect theory* (Black dan Scholes, 1974); *dividend irrelevancy theory* (Miller dan Modigliani, 1961); *tax differential theory* (Litzenberger dan Ramaswamy, 1982); *life cycle theory* (De Angelo, *et al*: 2006); *residual dividend policy*, teori kontrak (Myers, 1977); dan teori *pecking order* (Myers dan Majluf, 1984).

IOS merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki dan pilihan investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan (Myers, 1977). IOS tidak dapat diobservasi

secara langsung sehingga dalam perhitungannya menggunakan proksi. Empat tipe proksi IOS yaitu proksi berbasis pada harga, proksi berbasis pada investasi, proksi berbasis varian, dan proksi gabungan dan proksi individual (Kallapur dan Trombley, 2001).

Umur perusahaan diartikan sebagai lamanya perusahaan berdiri dan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk terus melangsungkan usahanya. Kreitner dan Kinicki (2005) mengungkapkan tentang teori siklus hidup perusahaan yang menyatakan bahwa organisasi juga melalui sebuah siklus kehidupan. Senchack dan Lee (1980) yang menyatakan bahwa tahap daur hidup perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Menurut konsep siklus hidup perusahaan, tahap-tahap daur hidup perusahaan terbagi empat tahap utama terdiri dari: tahap *start-up* atau *pioneering*, *growth* atau *expansion*, *maturity*, dan *decline* (Weston dan Brigham, 2001; Pashley dan Philippatos, 1990; Black, 1998).

Pada penelitian ini dipaparkan secara singkat tentang Otoritas Jasa Keuangan (OJK) terkait dengan periode pengambilan sampel sebelum disahkannya Undang-undang No. 21 tahun 2011 tentang OJK (22 November 2012). Pembentukan OJK menyebabkan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam LK) melebur ke dalam OJK. Tugas Bapepam LK hanya sebagai pembuat regulasi, sedangkan tugas pengawasan terhadap lembaga keuangan diambil alih oleh OJK. Bagi investor, disahkannya undang-undang tentang OJK memberikan jaminan proteksi yang lebih baik.

Mahadwartha dan Hartono (2002) menemukan kebijakan hutang dan IOS memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Sunarto (2004) juga

menemukan bahwa IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*.Suharli (2007) menemukan bahwa profitabilitas dan kesempatan investasi mempengaruhi keputusan jumlah pembagian dividen perusahaan *go public* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Hasil penelitian Murhadi (2008)salah satunya menunjukkan bahwa set kesempatan investasi memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan maka semakin rendah dividen yang dibayarkan. Hasil penelitian lainnya oleh Inneke dan Supatmi (2008)memberikan bukti empiris bahwa IOSdan profitabilitas memiliki pengaruh signifikan pada hubungan antara kebijakan dividen dan *leverage*. Herdinata (2009) menemukan bahwa terdapat perbedaan kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen antara perusahaan yang berpotensi tumbuh tinggi dan perusahaan yang perpotensi tumbuh rendah. Subramaniam *et al* (2011) menemukan bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara IOS dengan kebijakan dividen yang diproksi *dividend payout* dalam konteks perusahaan non pemerintah.Berdasarkan tersebut, dirumuskan hipotesis untuk masing-masing tahapan siklus hidup perusahaan:

H_{1a} :IOS berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *start-up*.

H_{1b} :IOS berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *growth*.

H_{1c} :IOS berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *mature*.

H_{1d} :IOS berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *decline*.

Hasil-hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa terdapat perbedaan kebijakan dividen perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh. Subekti dan Kusuma (2001) menemukan bahwa perusahaan bertumbuh memiliki keuangan dan *dividend policy* yang rendah dibanding perusahaan tidak bertumbuh. Hasil penelitian Fijrijanti dan Hartono (2001) mendukung kontrak kompensasi bahwa perusahaan bertumbuh memiliki *leverage* dan kebijakan dividen yang lebih rendah relatif dibandingkan perusahaan tidak bertumbuh, perusahaan bertumbuh cenderung merupakan perusahaan besar, dan *size* memiliki korelasi positif dengan kebijakan investasi melalui hutang.

Dividend yield perusahaan yang berpotensi tumbuh tinggi lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang berpotensi tumbuh rendah. Perusahaan yang berpotensi tumbuh tinggi membutuhkan dana untuk membiayai investasinya sehingga memutuskan untuk membayar dividen yang rendah (Herdinata,2009). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah lebih cenderung untuk membayar dividen lebih besar dengan tujuan untuk mengalihkan sumber dana perusahaan agar tidak ditanamkan dalam proyek dengan *net present value* yang negatif. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi membayar dividen yang lebih kecil karena dana perusahaan akan diinvestasikan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan (Jensen,1986; Gul,1999).

Berdasarkan uraian tersebut, diajukan hipotesis berikut:

H_{2a}: Umur perusahaan memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *start-up*,

H_{2b}: Umur perusahaan umur perusahaan memoderasi pengaruh IOS pada

kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *growth*.

H_{2c}: Umur perusahaan memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *mature*.

H_{2d}: Umur perusahaan memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *decline*.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2011. Penelitian ini menggunakan data laporan keuangan, *Dividen Payout Ratio* (DPR), tahun perusahaan berdiri, lembar saham beredar, dan data harga saham perusahaan serta informasi tentang pembagian dividen tunai atas saham perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2006-2011. Penelitian ini menggunakan dua jenis variabel, yaitu variabel klasifikasi dan variabel penelitian. Variabel klasifikasi tersebut adalah presentase pertumbuhan penjualan (PP), pembayaran dividen per tahun sebagai presentase laba (PD), serta umur perusahaan (UMUR). Masing-masing nilai variabel klasifikasi sampel ditentukan dengan formula sebagai berikut:

$$PP = [(PENJ_t - PENJ_{t-1}) / PENJ_{t-1}] \times 100 \dots\dots\dots(1)$$

$$PD = (DIV_t / LSLD_t) \times 100 \dots\dots\dots(2)$$

$$UMUR = TB - TBENTUK \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan:

PENJ_t : penjualan pada tahun t

DIV_t : dividen pada tahun t

LSLD_t : laba sebelum pajak, item luar biasa, dan *discontinued operation* pada tahun t

TB : tahun berjalan

TBENTUK: tahun terbentuknya perusahaan

Variabel-variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah: kebijakan dividen diukur dengan menggunakan *dividend payout ratio*; IOS diukur dengan rasio *market to book asset*; dan umur perusahaandihitung dengan mengurangkan tahun berjalan dengan tahun terbentuknya perusahaan.

Sampel ditentukan menggunakan kriteria *purposive sampling*:perusahaan bukan merupakan lembaga keuangan, perbankan, asuransi, maupun perusahaan pemerintah; perusahaan membagikan dividen tunai selama periode penelitian; saham perusahaan aktif diperdagangkan selama tahun 2006-2011; dan selama periode penelitian tersedia informasi laporan keuangan perusahaansecara lengkap.

Pengklasifikasian data sampel menurut tahapan siklus menggunakan metode klasifikasi yang mengacu pada metode yang telah digunakan Black (1998) dan Juniarti dan Limanjaya (2005) yang didasarkan metode Anthony dan Ramesh (1992). Pengklasifikasian untuk tahap *start-up* sesuai dengan kriteria: perusahaan yang telah berdiri cukup lama (sekitar 5 tahun, sehingga memungkinkan untuk klasifikasi), perusahaan tidak terbentuk sebagai akibat dari *divestiture*, *merger*, atau bentuk restrukturisasi lainnya; perusahaan memulai melakukan penjualan tidak lebih dari satu tahun sebelum *go public*; dan hanya data perusahaan selama tiga tahun pertama setelah tanggal berdiri perusahaan yang dimasukkan.

Pengklasifikasian sampel untuk tiga tahap siklus yang lain didahului dengan mengurutkan seluruh data berdasarkan variabel klasifikasinya. Masing-masing variabel klasifikasi tersebut kemudian dibagi ke dalam kuintil sebagai dasar pengelompokkan berikutnya yang terdiri dari *low group* dan *young group*, *medium group* dan *adult group*, serta *high group* dan *old group*.Tahun pengamatan dimasukkan ke dalam *low group*, *medium group*, dan *high group* untuk variabel PP dan PD. Sedangkan untuk variabel umur, tahun pengamatan

dibagi ke dalam *young group*, *adult group*, dan *old group*. Suatu tahun pengamatan dimasukkan ke dalam *low group* dan *young group* jika berada pada kuintil kedua, dimasukkan ke dalam *medium group* dan *adult group* jika berada pada kuintil kedua dan keempat, dan dimasukkan ke dalam *high group* dan *old group* jika berada pada kuintil keempat.

Masing-masing tahun observasi perusahaan yang telah diklasifikasikan ke dalam *group* tersebut diberikan skor (*growth*=1; *mature*=2; dan *decline*=3). Sebagai contoh, jika suatu tahun pengamatan memiliki low PP (diasumsikan sebagai calon siklus *decline*) diberikan skor 3 untuk variabel PP. Jika suatu tahun pengamatan memiliki low PD (diasumsikan sebagai calon siklus *growth*) oleh karenanya diberikan skor 1 untuk variabel PD. Kriteria pemberian skor dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1
Indikator Tahap-tahap Siklus Hidup Perusahaan

| Tahap-tahap Siklus Hidup Perusahaan | Variabel Klasifikasi Tahap Siklus Hidup Perusahaan | | |
|-------------------------------------|--|---------------|--------------|
| | PD | PP | UMUR |
| <i>Growth Stage</i> | <i>Low</i> | <i>High</i> | <i>Young</i> |
| <i>Mature Stage</i> | <i>Medium</i> | <i>Medium</i> | <i>Adult</i> |
| <i>Decline Stage</i> | <i>High</i> | <i>Low</i> | <i>Old</i> |

Skor ketiga variabel tersebut kemudian digabungkan dan diurutkan berdasarkan kelompok umur perusahaan. Data yang telah diurutkan menurut kelompok umur diklasifikasikan ke dalam tiap-tiap tahap siklus hidup berdasarkan hasil skor gabungan, dengan membagi skor gabungan tersebut ke dalam kuintil. Suatu observasi tahun pengamatan dimasukkan ke dalam tahap *growth* jika berada pada kuartil kedua, dimasukkan ke dalam tahap *mature* jika berada pada kuintil

kedua dan keempat, dimasukkan ke dalam tahap *decline* jika berada pada kuintil keempat.

Setelah pengklasifikasian sampel, dilanjutkan mencari nilai *mean* dari DPR, MBA, dan umur perusahaan masing-masing tahap siklus hidup perusahaan untuk melihat hasil dari statistik deskriptif. Sebelum melakukan uji regresi moderasi terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik yang diawali dengan deteksi data *outlier*. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri atas: uji normalitas data, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Setelah melakukan uji asumsi klasik, dilakukan uji kesesuaian model dengan membandingkan probabilitas signifikansi dengan α (alpha). Apabila probabilitas signifikansinya lebih kecil daripada alpha maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel kebijakan dividen tunai. Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tahapan penentuan sampel menghasilkan 187 perusahaan selama periode penelitian dari tahun 2006 sampai dengan 2011 dan menghasilkan total 598 tahun pengamatan. Setelah tahap penentuan sampel, pertama yang dilakukan adalah pengklasifikasian ke masing-masing siklus hidup. Pada penelitian ini tidak ada data tahun pengamatan yang masuk tahap *start-up*, sehingga total tahun pengamatan langsung diklasifikasikan dalam tiga kelompok sampel besar yaitu masing-masing tahap *growth*, *mature*, dan *decline*. Semua data terlebih dahulu diurutkan berdasarkan variabel klasifikasinya. Masing-masing variabel klasifikasi tersebut kemudian dibagi ke dalam kuintil dan dikelompokkan ke dalam masing-masing kelompok yang terdiri dari *low group*, *medium group*, dan *high group*.

Suatu tahun pengamatan dimasukkan ke dalam *low group*, *medium group*, dan *high group* untuk variabel PP dan PD. Kemudian tahun pengamatan dibagi ke dalam *young group*, *adult group*, dan *old group* untuk variabel Umur. Suatu tahun pengamatan dimasukkan ke dalam *low group* dan *young group* jika berada pada kuintil kedua, dimasukkan ke dalam *medium group* dan *adult group* jika berada pada kuintil kedua dan keempat, dan dimasukkan ke dalam *high group* dan *old group* jika berada pada kuintil keempat.

Langkah kedua, masing-masing tahun observasi perusahaan yang telah diklasifikasikan ke dalam kelompok tersebut diberikan skor (*growth*=1; *mature*=2; dan *decline*=3). Sebagai contoh, jika suatu tahun pengamatan memiliki low PP (diasumsikan sebagai calon siklus *decline*) diberikan skor 3 untuk variabel PP. Jika suatu tahun pengamatan memiliki *low* PD (diasumsikan sebagai calon siklus *growth*) oleh karenanya diberikan skor 1 untuk variabel PD.

Langkah ketiga, ketiga variabel yang telah diberikan skor untuk tujuan mengklasifikasikan perusahaan dalam tahap *growth*, *mature*, dan *decline*, maka skor masing-masing variabel tersebut digabungkan. Selanjutnya, seluruh data diurutkan berdasarkan kelompok umur perusahaan. Data yang telah diurutkan menurut kelompok umur diklasifikasikan ke dalam tiap-tiap tahap siklus hidupnya berdasarkan hasil skor gabungan.

Seperti dipaparkan sebelumnya bahwa karena dari seluruh pengamatan tidak ditemukan sampel yang termasuk dalam klasifikasi tahap *start up*, maka pengujian statistik untuk hipotesis 1a dan 2a (tahap *start up*) tidak dapat

dilakukan. Ringkasan jumlah tahun pengamatan yang digolongkan tahap *growth*, *mature*, dan *decline* dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2.
Observasi Tahun Perusahaan dalam
Setiap Tahapan Siklus Hidup Perusahaan Tahun 2006 - 2011

| Tahun | <i>Growth</i> | <i>Mature</i> | <i>Decline</i> | Total Masing-masing Tahun |
|--------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------------------|
| 2006 | 22 | 20 | 30 | 72 |
| 2007 | 28 | 21 | 14 | 63 |
| 2008 | 43 | 26 | 25 | 94 |
| 2009 | 15 | 37 | 63 | 115 |
| 2010 | 40 | 48 | 39 | 127 |
| 2011 | 44 | 52 | 31 | 127 |
| Total | 192 | 204 | 202 | 598 |

(Sumber: Diolah)

Hasil statistik deskriptif menunjukkan nilai *mean* DPR perusahaan pada tahap *growth* sebesar 16,10%. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan pada tahap *growth* telah mulai membayar namun masih dalam tingkat yang rendah. Pada tahap *mature*, nilai *mean* DPR lebih tinggi dari pada tahap *growth* yaitu 32,15%. Pada tahap *decline* nilai *mean* DPR sangat tinggi dibandingkan dengan tahap *growth* dan *mature* yaitu 60,96%. Nilai *mean* IOS perusahaan pada tahap *growth* sebesar 1.71%. Pada tahap *mature*, nilai *mean* IOS lebih rendah dari pada tahap *growth* yaitu 1.66%. Nilai *mean* untuk variabel IOS yang tinggi menunjukkan bahwa pada tahap *decline* menunjukkan bahwa investor masih melihat peluang investasi pada perusahaan-perusahaan tersebut. Hal ini bisa disebabkan karena *track record* perusahaan dinilai bagus atau karena perusahaan memiliki total aktiva tinggi yang digunakan sebagai ukuran kinerja perusahaan yang bagus

(Gumanti dan Puspitasari, 2008). Aset besar yang dimiliki perusahaan memberikan peluang bagi perusahaan untuk mendapatkan sumber-sumber pendanaan eksternal dari peluang investasi perusahaan dengan menggunakan aset tersebut sebagai jaminan. Nilai *mean* umur perusahaan pada tahap *growth* sebesar 28 tahun. Pada tahap *mature*, nilai *mean* umur lebih tinggi dari pada tahap *growth* yaitu 31. Pada tahap *decline* nilai *mean* umur paling tinggi dibandingkan dengan tahap *growth* dan *mature* yaitu 34 tahun.

Rata-rata DPR yang tinggi pada perusahaan sampai tahap ini mengindikasikan bahwa perusahaan telah mencapai tingkat pertumbuhan sedemikian rupa sehingga perusahaan telah *well established* dan juga memiliki arus kas bebas yang tinggi. Arus kas bebas yang tinggi pada perusahaan memotivasi manajemen untuk mendistribusikan dividen kas dalam jumlah besar. Selain itu, hasil penelitian (Pagalung, 2003; Gumanti dan Puspitasari, 2008) menunjukkan bahwa pada tahap *decline*, *leverage* berpengaruh positif pada IOS. Hasil ini menunjukkan bahwa pada tahap *decline*, perusahaan cenderung menggunakan hutang jangka panjang dalam mendanai peluang investasi ataupun untuk membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya.

Hasil uji asumsi klasik di semua tahap siklus hidup menunjukkan tidak ada pelanggaran sehingga model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel kebijakan dividen tunai. Pengujian hipotesis dengan MRA tahap *growth* menunjukkan IOS berpengaruh positif pada kebijakan dividen tunai perusahaan pada $\alpha = 0,05$, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis H_{1b} diterima dengan tingkat keyakinan 95%. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian dari P.A.

Mahadwartha dan Jogyanto Hartono (2002) dan Sunarto (2004) bahwa IOS memiliki pengaruh positif pada *dividend payout ratio*. Darmawan (2011) juga menemukan bahwa investasi mempunyai pengaruh positif pada dividen. Di lain pihak, hasil ini tidak mendukung teori mengenai hubungan antara IOS dengan DPR yang menyatakan bahwa hubungan tersebut bersifat negatif (terbalik). Jensen, *et al* (1992) menemukan bukti investasi mempunyai pengaruh yang signifikan dengan arah hubungan yang negatif terhadap dividen. Diduga perusahaan yang memiliki kesempatan investasi memiliki sumber dana yang besar atau sumber dana lain dari hutang sehingga laba tidak digunakan untuk mendanai investasi, tetapi untuk membayar dividen tunai.

Hasil penelitian ini juga tidak mendukung hipotesis *maturity* (Grullon, *et al.*, 2002). Pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan mungkin merupakan imbalan atas pendanaan investasi. Perusahaan yang menggunakan dua alternatif sumber pendanaan baik sumber internal dengan menerbitkan saham baru maupun sumber eksternal menggunakan *leverage* akan sama-sama memiliki risiko bagi perusahaan. Hasil penelitian juga bertentangan dengan teori *pecking order* bahwa urutan pendanaan adalah laba ditahan, hutang, dan terakhir melalui penerbitan saham.

Hasil penelitian Pagalung (2003) menunjukkan bahwa, IOS berpengaruh positif pada kebijakan *leverage*. Perusahaan dengan investasi yang tinggi akan mempunyai *leverage* yang tinggi. Penggunaan *leverage* menyebabkan meningkatnya arus kas bebas. Secara teori, perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi meningkatkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Pemegang saham perusahaan dalam hal ini, akan cenderung mendorong manajer perusahaan untuk membayarkan dividen dengan tujuan untuk mengkompensasi risiko yang ditanggung oleh pemegang saham.

Jika dihubungkan dengan proteksi investor di Indonesia sebelum terbitnya Undang-undang tentang OJK dapat dikatakan masih lemah. Nurwulandari (2010) berargumen bahwa untuk di Indonesia, dimana proteksi investor lemah maka hubungan antara dividen *payout* dan pertumbuhan tidak perlu harus berhubungan terbalik, karena pemegang saham berusaha untuk mendapatkan apa yang mungkin diperoleh secepatnya, meskipun hasil yang diperolehnya itu tidak begitu banyak. Ketika proteksi terhadap investor lemah, pemegang saham lebih memilih menerima dividen tanpa memperhatikan apakah perusahaan tersebut bertumbuh atau tidak (*bird in the hand theory*). Manajemen bisa saja menetapkan rasio pembayaran dividen yang tinggi ketika kesempatan investasi juga tinggi sebagai salah satu cara untuk menunjukkan bahwa perusahaan memiliki likuiditas dan profitabilitas yang baik. Informasi tersebut selanjutnya direspon oleh pihak eksternal sebagai informasi yang baik sehingga memungkinkan perusahaan untuk memperoleh sumber dana untuk membiayai kesempatan investasinya.

Hipotesis H_{1c} menyatakan bahwa IOS berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *mature*. Hipotesis H_{1d} menyatakan bahwa IOS berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *decline*. Hasil pengujian baik pada tahap *mature* maupun *decline* menunjukkan IOS tidak berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan pada $\alpha = 0,05$, dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis H_{1c} dan H_{1d} ditolak pada tingkat

keyakinan 95%. Koefisien regresi IOS pada DPR pada tahap *growth*, *mature*, dan *decline* semuanya bertanda positif, berarti bahwa perusahaan yang mempunyai kesempatan investasi yang tinggi akan bisa meningkatkan pembayaran dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kesempatan investasi tidak berpengaruh pada kebijakan dividen tunai pada perusahaan non keuangan dan non pemerintah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2006 sampai 2011. Hal tersebut berarti, kesempatan investasi yang tinggi tidak menjamin bahwa tingkat dividen yang dibayarkan juga tinggi. Hal ini menunjukkan adanya faktor lain yang lebih berperan dalam mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan pada tahap *mature* dan *decline*.

Hasil penelitian ini secara teoritis tidak mendukung *maturity hypothesis* (Grullon, *et al.*, 2002) yang menyatakan bahwa kondisi yang mapan menyebabkan perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang rendah dan mendanai perusahaan dalam jumlah rendah. Adapun argumentasi yang dapat menjelaskan hasil penelitian tersebut adalah ketika perusahaan dalam kondisi memiliki kesempatan investasi tinggi namun menggunakan *leverage* yang tinggi maka hal ini menyebabkan perusahaan mendanai investasi dalam jumlah yang rendah. Kondisi ini menyebabkan meningkatnya arus kas bebas (*free cash flow*). *Freecash flow hypothesis*, secara teoritis menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang tinggi menyebabkan perusahaan mempunyai kemampuan yang baik untuk membayar dividen.

Hipotesis H_{2b} menyatakan bahwa umur perusahaan memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *growth*. Hipotesis H_{2c}

menyatakan bahwa umur perusahaan memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *mature*. Hipotesis H_{2d} menyatakan bahwa umur perusahaan memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai perusahaan, pada tahap *decline*. Hasil pengujian hipotesis pada tahap *growth*, *mature*, dan *decline* menunjukkan bahwa umur perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai perusahaan pada level signifikansi 5%, dengan demikian hipotesis H_{2b}, H_{2c}, dan H_{2d} ditolak.

Koefisien regresi moderasi pada DPR untuk semua tahap bertanda negatif yang berarti umur perusahaan memperlemah pengaruh positif IOS pada DPR namun tidak signifikan pada level signifikansi 5%. Umur perusahaan dapat memperlemah pengaruh positif IOS pada DPR mungkin disebabkan karena semakin lama umur perusahaan, maka semakin rendah kecenderungan bahwa kesempatan berinvestasi akan meningkatkan pembayaran dividen tunai. Akan tetapi, kecenderungan tersebut tidak signifikan. Hasil pengujian pada tahap *decline* menunjukkan bahwa umur perusahaan merupakan variabel independen, dimana umur perusahaan berpengaruh positif signifikan pada DPR pada level signifikansi 5%. Hasil ini mendukung hasil penelitian Darmawan (2011) yang menemukan bahwa usia perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap dividen.

Hasil penelitian ini secara teoritis tidak mendukung *maturity hypothesis* (Grullon, *et al.*, 2002) yang menyatakan bahwa kondisi yang mapan menyebabkan perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang rendah dan mendanai perusahaan dalam jumlah rendah. Ketika perusahaan dalam kondisi menggunakan *leverage*

yang tinggi maka hal ini menyebabkan perusahaan mendanai investasi dalam jumlah yang rendah. Akan tetapi, kondisi ini menyebabkan meningkatnya arus kas bebas (*free cash flow*). *Freecash flow hypothesis*, secara teoritis menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang tinggi menyebabkan perusahaan mempunyai kemampuan yang baik untuk membayar dividen.

SIMPULAN DAN SARAN

Pada penelitian ini tidak dapat dilakukan pengujian hipotesis pada tahap *start-up* karena tidak ada sampel yang memenuhi kriteria untuk klasifikasi tahap tersebut. Di Bursa Efek Indonesia (BEI) tidak ada sampel yang terdaftar yang memenuhi kriteria klasifikasi tahapan siklus hidup perusahaan pada tahap *start-up*. BEI mewajibkan perusahaan yang *listing*, harus dua tahun berturut-turut laba, sedangkan pada tahap *start-up*, kemungkinan besar perusahaan melaporkan laba yang negatif.

Hasil penelitian pada tahap *growth* menemukan bahwa IOS berpengaruh positif pada kebijakan dividen tunai perusahaan. Artinya, semakin tinggi tingkat kesempatan investasi maka dividen yang dibayarkan juga semakin meningkat. Hasil ini tidak mendukung hipotesis *maturity* dan juga teori mengenai hubungan antara IOS dengan DPR, yang menyatakan bahwa hubungan tersebut bersifat negatif (terbalik). Dengan demikian, hipotesis *pecking order* dapat dikatakan tidak berlaku untuk perusahaan-perusahaan non keuangan dan non pemerintah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2006 sampai dengan 2011. Akan tetapi, hasil penelitian ini dapat dijelaskan dengan menggunakan *free cash flow hypothesis*.

Pada tahap *mature* dan *decline*, IOS tidak berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan. Umur perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai perusahaan di ketiga tahap siklus. Umur perusahaan pada tahap *decline* merupakan variabel independen yang berpengaruh positif pada variabel kebijakan dividen tunai. Koefisien regresi moderasi pada DPR untuk ketiga tahap tersebut bertanda negatif menunjukkan umur perusahaan memperlemah pengaruh IOS pada DPR namun tidak signifikan pada level signifikansi 5%.

Keterbatasan penelitian ini diantaranya pemilihan tahun penelitian dibatasi sebelum disahkannya tentang OJK; nilai *Adjusted R²* untuk pengujian di semua tahapan siklus hidup sangat kecil sehingga diduga masih banyak variabel lain yang berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan; penelitian tidak membedakan jenis industri dari perusahaan sampel yang kemungkinan dapat mempengaruhi tingkat IOS dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan. Saran yang dapat peneliti berikan sebagai implikasi dari penelitian ini adalah mengelompokkan sampel tersebut sebelum dan setelah disahkannya Undang-undang tentang OJK; menambah variabel bebas lain yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan (seperti *leverage*, struktur kepemilikan saham perusahaan, dan proteksi terhadap investor); serta membedakan jenis industri untuk memperluas wilayah generalisasi dan juga untuk memperkaya referensi.

REFERENSI

Anthony, Joseph H., dan Ramesh, K. 1992. Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices. *Journal of Accounting and Economics*. Volume 15: 203-227.

Black, F., dan Scholes, M.1974.The Effects on Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*.

Black. E. L. 1998.Which is More Value Relevant; Earnings or Cash Flows? A Life Cycle Examination. *Journal of Financial Statements Analysis* 4.p. 40-57.

Darmawan, Ari. 2011. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Usia Perusahaan, *Leverage*, Profitabilitas, Struktur Kepemilikan Saham, Investasi, Peluang Investasi terhadap Dividen, *Free Cash Flow*. *Jurnal Aplikasi Manajemen*. Volume 9, No. 4. p. 1413-1425.

Fijrijanti, Tettet, dan Hartono M., Jogyanto. 2002. Set Kesempatan Investasi Kontruksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Volume 5, No. 1.p. 35-63.

Grullon, G., Roni, M., and Bhaskaran, S. 2002. Are Dividend Changes A Sign of Firm Maturity? *The Journal of Business*, Vol. 75, No.3, July, p. 387-424.

Gul, F.A. 1999. Government Share Ownership, Investment Opportunity Set, and Corporate Policy Choices in China. *Pasific-Basin Finance Journal*. 7: 157-172.

Gumanti, Tatang Ary, dan Puspitasari, Novi. 2008. Siklus Kehidupan Perusahaan dan Kaitannya dengan Investment Opportunity Set, Risiko, da Kinerja Finansial. *Jurnal Akuntansi & Bisnis*. Volume 8, No. 2.p. 139-150.

.

Hatta, Atika Jauhari. 2002.Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investasi Pengaruh Teori Stakeholder. *JAAI*. Volume 6, No.2.p.1-22.

Herdinata, Christian. 2009. Kebijakan Pendanaan dan Dividen dengan Pendekatan Investment Opportunity Set. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Volume 13, No. 2.p. 237-248.

Jensen, M.C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover. *American Economic Review*. Volume 76.p. 323-329.

Jensen, M.C., dan W.H. Meckling. 1976. The Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*.

- Juniarti, dan Limanjaya, Rini. 2005. Mana yang lebih Memiliki Value-Relevant: Net Income atau Cash Flows. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Volume 7, No. 1. p. 22-42.
- Kallapur, Sanjay, dan Trombley, Mark A. 2001. The Association Between Investment Opportunity Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Accounting* 26.
- Kreitner dan Kinicki. 2005. Perilaku Organisasi. Jakarta: Salemba Empat.
- Litzenberger, Robert H., dan Ramaswamy, Krishna. 1982. The effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information effects?. *The Journal of Finance*. Volume XXXVII, No. 2. p. 49-443.
- Mahadwartha, P.A., dan Hartono, Jogiyanto. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interpedensi antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen. *Makalah Seminar Simposium Nasional Akuntansi VIkatan Akuntansi Indonesia*. p.635-647.
- Miller, Merton H., dan Modigliani, Franco. 1961. Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *The Journal of Business*. Volume 34, No. 4. p. 411-433.
- Miller, Merton H., dan Rock, Kevin. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*. Volume XI, No. 4. p. 1031-1051.
- Murhadi, Wener R. 2008. Studi Kebijakan Dividen: Anteseden dan Dampaknya terhadap Harga Saham. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Volume 10, No. 1. p. 1-17.
- Myers, Stewart C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5. p. 147-175. Copyright North Holland Publishing Company.
- Myers, S. C., dan Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decision when Firm have Information that Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. Volume 13. p. 187-221.
- Presiden Republik Indonesia. Undang-undang No. 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan. Diundangkan di Jakarta 22 November 2012.
- Nurwulandari, Andini. 2010. Analisis Hubungan antara Kepemilikan Saham Minoritas dan Dividend Payout Ratio dengan Laba dan Investment Opportunity Set sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*. Volume 1, No. 1.

Pagalung, Gagaring. 2003. Pengaruh Kombinasi Keunggulan dan Keterbatasan Perusahaan terhadap Set Kesempatan (IOS). *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Volume 6, No. 3.

Pashley, M. M., dan Philippatos, G.C. 1990. Voluntary Divestitures and Corporate Life Cycle Some Empirical Evidence. *Journal of Applied Economics* 22. p. 1181-1196.

Senchack, A.J., dan W.Y. Lee. 1980. Comparative Dynamics in a Life Cycle Theory of the Firm. *Journal of Bussiness Research*. Vol.: -. p. 159-185.

Smith, Jr. Clifford W., dan Watts, Ross L. 1992. "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies". *Journal of Financial Economics* 32.p.263-292.

Stice, Stice, dan Skousen. 2011. Akuntansi Keuangan Intermediate Accounting. Buku 1. Edisi 16. Jakarta: Salemba Empat.

Subekti, Imam, dan Kusuma, Indra Wijaya. 2001. Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Volume 4, No. 1.p. 44-63.

Subramaniam, Ravichandran, Devi, S. Susela, dan Marimuthu, Maran. 2011. Investment Opportunity Set and Dividend Policy in Malaysia. *Journal of Business Management*. Volume 5 (24).p. 10129-10143.

Suharli, Michell. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Volume 9, No. 1.p. 9-17.

Sunarto. 2004. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Investment Opportunity Set, Return on Asset dan Debt to Equity Ratio terhadap Dividend Payout Ratio (*tesis*). Semarang: Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro.

Suwaldiman dan Aziz, Ahmad. 2006. Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividen. *Kajian Bisnis dan Manajemen Sinergi*. Volume 8, No. 1.p.53-64.

Weston, J. W. & Brigham, E. F. 2001. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Erlangga: Jakarta.