

PENGARUH PERTUMBUHAN PENJUALAN DI SETIAP SIKLUS HIDUP PADA HUBUNGAN IOS DENGAN DIVIDEN TUNAI

I Dewa Made Endiana¹

I Ketut Budiarta²

I.B. Putra Astika³

**¹Magister Akuntansi Universitas Udayana, Bali, Indonesia
e-mail: endixdr@yahoo.com**

^{2&3}Fakultas Ekonomi Universitas Udayana, Bali, Indonesia

ABSTRAK

Kebijakan dividen menjadi hal yang penting karena akan memenuhi harapan investor, disisi lain kebijakan tersebut jangan sampai menghambat pertumbuhan perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *investment opportunity set* pada kebijakan dividen di tahap ekspansi awal, ekspansi akhir, dan maturiti serta pengaruh rata-rata pertumbuhan penjualan pada ketiga tahap tersebut pada hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan dividen tunai.

Data penelitian diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2007-2010 dan www.idx.co.id. Penelitian ini menggunakan *common factor analysis* untuk membentuk proksi gabungan *investment opportunity set*. Pengujian hipotesis penelitian menggunakan *moderated regression analysis*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa 1) *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai pada tahap ekspansi awal dan ekspansi akhir. Sedangkan pada tahap maturiti, *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai. 2) Rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi awal, memperlemah hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan dividen tunai. 3) Rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi akhir, memperlemah hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan dividen tunai. 4) Rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap maturiti, memperlemah hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan dividen tunai.

Kata Kunci: *Investment Opportunity Set*, Dividen Tunai, dan Siklus Hidup

ABSTRACT

Dividend policy is important because it will meet the expectations of investors, on the other hand the policy is not to inhibit the growth of the company. This study aims to determine the effect on the investment opportunity set on dividend policy in the early phase of expansion, end of expansion, and maturity as well as the influence of the average of sales growth on these phase on the relationship between the investment opportunity set with the cash dividend policy.

The research data obtained from the *Indonesian Capital Market Directory* in 2007-2010 and www.idx.co.id. This study uses a common factor analysis to form a joint proxy for investment opportunity set. Testing research hypotheses using moderated regression analysis.

The results of this study are : 1) investment opportunity set negatively affect the cash dividend policy in the early phase of expansion and end of expansion. Investment opportunity set

positively affect the cash dividend policy in maturity phase. 2) Average of sales growth on early phase of expansion, weaken the relationship between the investment opportunity set with the cash dividend policy. 3) Average of sales growth on end of expansion phase, weaken the relationship between the investment opportunity set with the cash dividend policy. 4) Average of sales growth on maturity phase, weaken the relationship between the investment opportunity set with the cash dividend policy.

Keyword: Investment Opportunity Set, Cash Dividen, and Company's Life Cycle

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Sartono, 2001: 281). Bagi para pemegang saham, dividen merupakan tingkat pengembalian investasi. Bagi pihak manajemen, dividen tunai merupakan arus kas keluar, sehingga kesempatan untuk melakukan investasi berkurang. Bagi kreditor, dividen tunai dapat menjadi indikasi mengenai kecukupan kas perusahaan untuk membayar bunga atau bahkan melunasi pinjaman.

Peluang investasi perusahaan dapat mempengaruhi dividen yang diterima pemegang saham. Pernyataan ini sesuai dengan studi yang dilakukan oleh Sunarto (2004) dan Sadalia dan Syafitri (2008) yang menyimpulkan bahwa terdapat hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen.

IOS menunjukkan investasi perusahaan atau opsi pertumbuhan yang tergantung pada pengeluaran-pengeluaran modal (*discretionary expenditure*) yang diputuskan oleh manajer (Myers, 1977). Menurut Myers, IOS memberikan petunjuk yang lengkap tentang tujuan perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai

perusahaan, tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang.

Kebijakan dividen tunai perusahaan dapat dikaitkan dengan siklus kehidupannya, artinya dengan memperhatikan siklus hidupnya, perusahaan dapat dinilai apakah kebijakan dividen berbeda pada setiap siklus hidup yang dialami. Gup dan Agrawal (1996) menyatakan bahwa setiap perusahaan pasti mengalami tahapan siklus kehidupan yang identik dengan siklus kehidupan perusahaan. Tahap siklus kehidupan perusahaan secara berurutan adalah meliputi tahap pendirian (*start-up*), tahap ekspansi (*expansion*), tahap kedewasaan (*maturity*), dan tahap penurunan (*declining*).

Di Indonesia penelitian tentang IOS sudah pernah dilakukan diantaranya oleh Sadalia dan Syafitri (2008) yang menguji pengaruh *profitability* dan IOS terhadap dividen tunai perusahaan terbuka di Bursa Efek Indonesia. Hasilnya menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh pada dividen tunai. Saxena (1995) menguji bagaimana pengaruh *growth*, *beta coefficient*, *number of common stockholders*, *insider*, IOS terhadap *dividen payout ratio*. Hasilnya menunjukkan bahwa IOS berpengaruh negatif pada *dividend payout ratio*. Mahadwartha dan Hartono (2002) meneliti tentang pengaruh IOS, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa IOS berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Dengan perbedaan hasil penelitian tentang pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai, maka secara spesifik penting untuk diteliti kembali mengenai pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen tunai dengan rata-rata pertumbuhan

penjualan sebagai variabel pemoderasi pada siklus hidup perusahaan.

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan, maka yang menjadi pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah apakah IOS berpengaruh pada kebijakan dividen tunai di tahap ekspansi awal, ekspansi akhir, maturiti, dan apakah rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi awal, ekspansi akhir, maturiti mempengaruhi hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen tunai.

Kajian Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Agency Theory

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak dimana satu orang atau lebih (*principal*) melibatkan orang lain (*agen*) untuk melakukan beberapa pekerjaan atas nama mereka yang meliputi pemberian kewenangan dan pengambilan keputusan kepada agen. Dalam konteks pengelolaan perusahaan, yang disebut *principal* adalah pemegang saham, sedangkan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. *Agency theory* bersumber dari konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham dan kreditur.

Investment Oppportunity Set (IOS)

Istilah IOS pertama kali diperkenalkan oleh Myers (1977) yang menguraikan perusahaan sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi di masa depan. Opsi investasi di masa depan kemudian dikenal dengan istilah IOS atau set kesempatan investasi. IOS sebagai opsi investasi di masa depan dapat ditunjukkan dengan kemampuan perusahaan yang

lebih tinggi di dalam mengambil kesempatan untuk mendapatkan keuntungan.

Menurut Smith dan Watts (1992), IOS merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi di masa depan. IOS menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan dari prospek pertumbuhan.

Berbagai macam proksi pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam satu IOS telah digunakan oleh peneliti. Proksi IOS dapat diklasifikasikan dalam empat tipe, yaitu: proksi yang berbasis pada harga, proksi yang berbasis pada investasi, proksi yang berbasis pada varian, dan proksi gabungan dari proksi *IOS* individual.

Dividen

Menurut Sunariyah (2004 : 48) dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Kebijakan pembagian dividen tergantung pada RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham).

Teori-teori Kebijakan Dividen

Teori yang mendasari kebijakan dividen antara lain (Sartono, 2001: 282) :

a) Teori ketidakrelevanan dividen

Menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya.

b) *Bird in the hand theory*

Menjelaskan bahwa investor menyukai dividen yang tinggi karena dividen yang diterima seperti burung di tangan yang risikonya lebih kecil atau mengurangi ketidakpastian dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan.

c) *Tax differential theory*

Bahwa selama dividen memiliki tarif pajak yang tinggi bagi investor dibandingkan dengan *capital gain*, maka tingginya dividen menjadikan tingginya *expected personal tax liabilities*, sehingga *capital gain* yang dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi menjadi lebih menarik.

d) Teori Dividen Residu (*Dividend residual theory*)

Teori dividen residu adalah teori yang menyatakan bahwa dividen dibayar dari modal yang sama setelah selesai mendapat keuntungan investasi keuangan.

e) Teori dividen isyarat (*dividend signaling theory*)

Suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan.

Hipotesis Penelitian

Pada tahap ekspansi awal dan ekspansi akhir, apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan. Pada tahap maturiti, investasi perusahaan cenderung kecil atau tidak ada, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*. Penelitian Wirjolukito *et al.*(2003) mengukur pemanfaatan kesempatan investasi dapat diukur dengan peningkatan aktiva tetap bersih. Hasil penelitian Wirjolukito *et al.* (2003) menemukan hubungan parameter estimasi dan

arah variabel peluang investasi kepada kebijakan dividen bernilai positif.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang dikembangkan adalah:

H_{1A}: Pada tahap ekspansi awal, IOS berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia

H_{1B}: Pada tahap ekspansi akhir, IOS berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia

H_{1C}: Pada tahap maturiti, IOS berpengaruh pada kebijakan dividen tunai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia

Pada tahap ekspansi awal, kesempatan bertumbuh telah dimulai dan perusahaan memperoleh pendanaan dan keuntungan yang semakin lama semakin besar. Pada tahap ekspansi awal, perusahaan fokus untuk memperbesar kemampuan dan meningkatkan *market share*. Pada tahap ini perusahaan fokus untuk mengembangkan IOS dibandingkan dengan melakukan pembayaran dividen secara tunai, karena pendanaan dialokasikan kepada investasi perusahaan yang menguntungkan.

Pada tahap ekspansi akhir, fokus perusahaan untuk melakukan investasi sudah mulai berkurang dibandingkan dengan pada ekspansi awal. Pada tahap ini, kesempatan untuk kebijakan dividen tunai semakin besar. Alokasi pendanaan perusahaan sudah tidak difokuskan pada ekspansi perusahaan tetapi terdapat alokasi kepada dividen tunai yang dibagikan kepada pemegang saham.

Pada tahap kedewasaan (*mature*) aliran kas perusahaan relatif stabil dan nilai kesempatan tumbuh dibandingkan nilai *assets in place* lebih rendah daripada tahap pendirian dan ekspansi. Pada tahap ini *cash flows from investing activity*

(CFI) perusahaan untuk *fixed assets* mulai menurun. Perusahaan berada dalam tahap pertumbuhan yang sedang, bahkan terkadang menurun. Pada tahap kedewasaan persaingan menjadi lebih intens. Penekanan yang dilakukan perusahaan adalah mengurangi kos melalui perbaikan penggunaan kemampuan. IOS pada tahap ini mulai mengalami penurunan dan peluang untuk pembagian dividen tunai semakin besar.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang dikembangkan adalah:

H_{2A} : Rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi awal perusahaan mampu memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai.

H_{2B} : Rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi akhir perusahaan mampu memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai.

H_{2C} : Rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap maturiti perusahaan mampu memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai.

METODE PENELITIAN

Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2007-2010. Prosedur penentuan sampel adalah *purposive sampling*. Sampel akhir sebanyak 40 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2010, yang ditunjukkan pada Tabel 1.

Tabel 1 Pengambilan Sampel Berdasarkan Purposive Sampling

No	Distribusi Sampel	Total
1	Perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010	146
2	Perusahaan yang tidak menerbitkan laporan keuangan selama tiga tahun berturut-turut, yaitu dari tahun 2007-2010	-
3	Perusahaan yang tidak mempunyai laporan tahunan yang berakhir pada tanggal 31 Desember	-
4	Perusahaan yang memiliki laba negatif	(25)
5	Perusahaan yang tidak membagikan dividen tunai selama periode 2007-2010	(81)
Jumlah		40

Sumber: data diolah

Definisi Operasional Variabel

1) *Investment opportunity set (IOS)*

Variabel IOS diukur dengan tujuh proksi tunggal berbasis harga dan investasi. Ketujuh proksi IOS dalam penelitian ini mengacu pada penelitian dari Saxena (1995), Mahadwarta dan Hartono (2002), dan Riadi dan Ngadlan (2006) yang diukur dengan rumus sebagai berikut:

- a) Rasio *Market to Book Value of Asset (MVABVA)* yang dihitung dengan rumus berikut:

$$MVABVA = \frac{\text{Total Aktiva} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Jmlh Saham Beredar} \times \text{Closing Price})}{\text{Total Aktiva}} \times 100\% \dots\dots (1)$$

- b) Rasio *Market to Book Value of Equity (MVEBVE)* yang dihitung dengan rumus berikut:

$$MVEBVE = \frac{\text{Jumlah Lembar Saham} \times \text{Harga Penutupan Saham}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots (2)$$

- c) Price to Earning Ratio (PER) yang dihitung dengan rumus berikut:

$$PER = \frac{\text{Laba per lembar saham}}{\text{Closing price}} \dots\dots\dots (3)$$

d) Rasio *Capital Expenditure to Book Value of Asset* (CAPBVA) yang dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{CAPBVA} = \frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap } t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap } t - 1}{\text{Total Asset}} \dots\dots\dots (4)$$

e) Rasio *Capital Expenditure to Market Value of Asset* (CAPMVA) yang dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{CAPMVA} = \frac{\text{Nilai Buku Aktiva Tetap } t - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap } t - 1}{\text{Asset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham} \times \text{Harga Penutupan})} \dots\dots (5)$$

f) Rasio *Firm Value to Book Value of Property, Plant and Equipment* (VPPE) yang dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{VPPE} = \frac{\text{Asset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham} \times \text{Harga Penutupan})}{\text{Aktiva Tetap Net}} \dots\dots\dots (6)$$

g) Rasio *Current Assets to Net Sales* (CAONS) yang dihitung dengan menggunakan rumus berikut:

$$\text{CAONS} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Net Sales}} \dots\dots\dots (7)$$

2) Kebijakan dividen tunai

Jogiyanto Hartono (1998) menyatakan bahwa *dividen payout ratio* diukur sebagai dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. *Dividen payout ratio* (DPR) dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen Per Share}}{\text{Earnings Per Share}} \dots\dots\dots (8)$$

3) Siklus hidup perusahaan

Penetapan siklus kehidupan perusahaan menurut Gup dan Agrawal (1996) didasarkan pada pertumbuhan penjualan yang dihitung dengan rumus [(*net*

$sales\ t - net\ sales\ t-1) / net\ sales\ t - 1] \times 100\%$.

Tabel 2 Kriteria Penentuan Tahapan Siklus Hidup Perusahaan

No	Tahap	Rata-rata pertumbuhan penjualan
1	<i>Start-up</i>	> 50%
2	Ekspansi awal	20,1 - 50%
3	Ekspansi akhir	10,1 - 20%
4	Maturiti	1 - 10%
5	Penurunan	<1%

Sumber : Gup dan Agrawal 1996 (kriteria dimodifikasi)

Analisis Faktor

Analisis faktor digunakan untuk membentuk proksi gabungan dari ketujuh proksi tunggal IOS. Analisis faktor yang digunakan adalah *common factor analysis*, yaitu untuk memperoleh nilai *factor score* sebagai indeks umum variabel IOS (Gaver dan Gaver, 1995). Tes yang digunakan untuk mendeteksi korelasi antar variabel adalah *measure of sampling adequacy (MSA)*. Nilai *MSA* yang berada di bawah angka 0,50 tergolong tidak dapat diterima.

Moderated Regression Analysis (MRA)

Bentuk dari *Moderated regression analysis (MRA)* adalah sebagai berikut:

$$DPR = \alpha + \beta_1 IOS + e \dots \dots \dots (9)$$

$$DPR = \alpha + \beta_1 IOS + \beta_2 EA_1 + \beta_3 IOS * EA_1 + e \dots \dots \dots (10)$$

$$DPR = \alpha + \beta_1 IOS + \beta_2 EA_2 + \beta_3 IOS * EA_2 + e \dots \dots \dots (11)$$

$$DPR = \alpha + \beta_1 IOS + \beta_2 MT + \beta_3 IOS * MT + e \dots \dots \dots (12)$$

Keterangan:

- DPR = *dividen payout ratio* (proksi kebijakan dividen tunai)
- IOS = *investment opportunity set*
- EA₁ = rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi awal
- EA₂ = rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi akhir
- MT = rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap maturiti
- IOS*EA₁ = interaksi IOS dengan rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi awal

- IOS*EA₂ = interaksi IOS dengan rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi akhir
 IOS*MT = interaksi IOS dengan rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap maturiti
 α = konstanta
 e = kesalahan penganggu

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang akan digunakan dalam penelitian ini meliputi:

- 1) Uji Normalitas, menggunakan uji Kolmogorov-Sminov.
- 2) Uji Multikolinieritas

Untuk mendeteksi multikolinieritas di dalam model regresi dapat dilihat dari

(1) nilai *tolerance* dan lawannya, (2) *Variance Inflation Factor* (VIF).

- 3) Uji Autokorelasi, menggunakan uji Durbin-Watson (*DW test*).
- 4) Uji Heteroskedastisitas, menggunakan grafik plot (*scatterplot*)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pembahasan Hasil Penelitian

Hasil analisis regresi sederhana dan MRA disajikan pada Tabel 3 dan 4

Tabel 3
Hasil Analisis Regresi Linear Sederhana

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
Tahap Ekspansi Awal (Constant)	0,385	0,029		13,436	0,000
IOS	-0,085	0,029	-0,350	-2,942	0,005
Tahap Ekspansi Akhir (Constant)	0,303	0,027		11,245	0,000
IOS	-0,058	0,027	-0,309	-2,109	0,041
Tahap Maturiti (Constant)	0,417	0,031		13,396	0,000
IOS	0,078	0,031	0,331	2,483	0,016

Sumber : Lampiran 1-2

Tabel 4
Hasil Analisis Moderated Regression Analysis

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
Tahap Ekspansi Awal (Constant)	0,365	0,054		6,736	0,000
IOS	-0,196	0,055	-0,808	-3,555	0,001
EA ₁	0,053	0,164	0,038	0,324	0,747
IOS*EA ₁	0,324	0,140	0,529	2,309	0,024
Tahap Ekspansi Akhir (Constant)	0,279	0,060		4,677	0,000
IOS	-0,190	0,071	-0,914	-2,667	0,011
EA ₂	0,434	0,337	0,196	1,289	0,205
IOS*EA ₂	1,383	0,432	1,126	3,203	0,003
Tahap Maturiti (Constant)	0,416	0,037		11,348	0,000
IOS	0,120	0,037	0,511	3,275	0,002
MT	0,018	0,297	0,008	0,061	0,952
IOS*MT	-0,705	0,337	-0,329	-2,095	0,041

Sumber : Lampiran 1-2

Berdasarkan model regresi dan MRA tersebut, maka dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

- 1) Hasil pengujian hipotesis pertama (H_{1A}) menunjukkan koefisien regresi IOS pada tahap ekspansi awal bertanda negatif. Nilai t tabel sebesar 1,670 dan t hitung sebesar 2,942 dengan signifikansi sebesar 0,005. Nilai t hitung > t Tabel dan nilai signifikansi < 0,05, maka hipotesis pertama diterima, yang berarti pada tahap ekspansi awal, IOS berpengaruh negatif dan signifikan pada kebijakan dividen tunai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hal ini dikarenakan uang tunai yang dimiliki lebih banyak digunakan untuk membiayai kesempatan investasi yang menguntungkan. Pada tahap ekspansi awal, perusahaan fokus untuk melakukan aktivitas investasi yang memberikan potensi keuntungan di masa yang akan datang, sehingga dividen yang dibagikan kecil.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Saxena (1995), yang menunjukkan bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap *dividen payout ratio*.

- 2) Hasil pengujian hipotesis kedua (H_{1B}) menunjukkan koefisien regresi IOS pada tahap ekspansi akhir menunjukkan tanda negatif. Nilai t tabel dengan taraf nyata 5 persen adalah sebesar 1,683 dan t hitung sebesar 2,109 dengan signifikansi sebesar 0,041. Nilai t hitung > t Tabel dan nilai signifikansi < 0,05, maka hipotesis kedua diterima, yang berarti pada tahap ekspansi akhir, IOS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa pada tahap ekspansi akhir, investasi yang dilakukan perusahaan semakin menurun. Pada tahap ekspansi akhir, likuiditas yang dimiliki perusahaan semakin baik karena aliran kas dari aktivitas penjualan mengalami peningkatan dan sebagian dialokasikan untuk melakukan pembayaran dividen tunai.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Saxena (1995), yang menunjukkan bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap *dividen payout ratio*.

- 3) Hasil pengujian hipotesis ketiga (H_{1C}) menunjukkan bahwa koefisien regresi IOS pada tahap maturiti menunjukkan nilai positif. Nilai t tabel dengan taraf nyata 5 persen sebesar 1,677 dan nilai t sebesar 2,483 dengan signifikansi sebesar 0,016. Nilai t hitung > t Tabel dan nilai signifikansi < 0,05, maka hipotesis ketiga diterima, yang berarti pada tahap maturiti, IOS berpengaruh positif dan signifikan pada kebijakan dividen tunai perusahaan manufaktur di

Bursa Efek Indonesia. Pada tahap maturiti, investasi yang dilakukan perusahaan semakin menurun bahkan tidak ada, kesempatan pembagian dividen tunai juga mengalami penurunan. Pada tahap maturiti, uang tunai atau likuiditas yang dimiliki perusahaan cenderung stabil. Pada tahap ini, perusahaan berusaha memberdayakan sumber daya secara efektif dan berusaha mempertahankan likuiditasnya untuk menjaga eksistensi, perusahaan dalam persaingan sehingga dividen tunai yang dibagikan mengalami penurunan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha dan Hartono (2002), yang menunjukkan bahwa IOS memiliki pengaruh positif terhadap *dividen payout ratio*.

- 4) Hasil pengujian hipotesis keempat (H_{2A}) ditunjukkan pada Tabel 4, nilai signifikansi variabel moderasi sebesar 0,024 lebih kecil dari 0,05, maka rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi awal merupakan variabel pemoderasi. Koefisien IOS sebesar -0,085 (bertanda negatif) dan koefisien variabel pemoderasi sebesar 0,324 (bertanda positif), maka rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi awal sebagai variabel pemoderasi yang memperlemah hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen tunai.
- 5) Hipotesis kelima (H_{2B}) dalam penelitian ini adalah rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi akhir perusahaan mampu memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai. Hasil penelitian yang ditunjukkan pada Tabel 4, nilai signifikansi variabel moderasi sebesar 0,003 lebih kecil dari 0,05, maka rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi akhir merupakan variabel pemoderasi. Koefisien IOS sebesar -0,058 (bertanda negatif) dan

koefisien variabel pemoderasi sebesar 1,383 (bertanda positif), maka rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi akhir sebagai variabel pemoderasi yang memperlemah hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen tunai.

- 6) Hipotesis keenam (H_{2C}) dalam penelitian ini adalah rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap maturiti perusahaan mampu memoderasi pengaruh IOS pada kebijakan dividen tunai. Hasil penelitian yang ditunjukkan pada Tabel 4, nilai signifikansi variabel moderasi sebesar 0,041 lebih kecil dari 0,05, maka rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap maturiti merupakan variabel pemoderasi. Koefisien IOS sebesar 0,078 (bertanda positif) dan koefisien variabel pemoderasi sebesar -0,705 (bertanda negatif), maka rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap maturiti sebagai variabel pemoderasi yang memperlemah hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen tunai.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian yang diperoleh melalui pengujian statistik dan pembahasan yang telah diuraikan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut.

- 1) IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai pada tahap ekspansi awal. Pada tahap ekspansi akhir, IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai. Pada tahap maturiti, IOS berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai.
- 2) Variabel moderasi rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi awal memperlemah hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen tunai.

- 3) Variabel moderasi rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap ekspansi akhir memperlemah hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen tunai.
- 4) Variabel moderasi rata-rata pertumbuhan penjualan pada tahap maturiti memperlemah hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen tunai.

Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini masih memiliki banyak keterbatasan sehingga masih perlu untuk disempurnakan. Saran-saran yang dapat disampaikan terkait dengan keterbatasan penelitian ini adalah:

- 1) Penelitian ini hanya menggunakan variabel moderasi rata-rata pertumbuhan penjualan hanya pada tahap ekspansi awal, ekspansi akhir, dan tahap maturiti karena sampel yang diamati berada pada tahap tersebut. Peneliti selanjutnya agar lebih memperbanyak sampel sehingga seluruh siklus hidup perusahaan dapat dipergunakan dalam penelitian.
- 2) Proksi IOS yang digunakan sebanyak tujuh proksi. Peneliti selanjutnya dapat mempertimbangkan untuk menambah proksi lain yang relevan sehingga pengukuran IOS lebih akurat.

Saran bagi investor yang mengutamakan manfaat yang diperoleh berasal dari dividen tunai, maka sebaiknya melakukan investasi pada perusahaan yang berada pada tahap maturiti, karena pada tahap maturiti peluang dividen tunai yang dibagikan besar.

Referensi

- Ardi Hamzah. 2005. "Analisis Rasio Likuiditas, Profitabilitas, Aktivitas, Solvabilitas, Dan Investment Opportunity Set Dalam Tahapan Siklus Kehidupan Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta (BEJ) Tahun 2001-2005". Jurusan Akuntansi FE Universitas Trunojoyo, Madura.
- Black, E. L. 1998. Which is More Value Relevant: Earnings or Cash Flows? A Life Cycle Examination. *Journal of Financial Statements Analysis* 4: 40-57.
- Chen, C.R., dan Steiner, T.L. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *The Financial Review*, pp.119-136.
- Chung, Kee H., dan Charlie Charoenwong. 1991. Investment Options, Assets in Place, and the Risk of Stocks, *Financial Management*, Autumn:21-33.
- Collins, M.Cary, David W.Blackwell, dan Joseph F.Sinkey,Jr. The Relation Between Corporate Compensation Policies and Investment Opportunities: Empirical Evidence for Large Bank Holding Companies. *Financial Management* vol.24, Autumn 1995, 40-53.
- ICFIN 2007. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta: ECFIN.
- 2008. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta: ECFIN.
- 2009. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta: ECFIN.
- 2010. *Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta: ECFIN.
- De Angelo, H., L. De Angelo dan RM Stulz. 2006. Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of Life Cycle Theory, *Journal of Financial Economics*, Vol. 81: 227-254
- Djumahir. 2009. Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 11, No. 2 September 2009: 144-153.
- Elyzabet. 2009. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Akuntansi* Vol.1 No.1 Mei 2009: 70-84.

- Gaver, Jennifer J., dan Kenneth M.Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividen, and Compensation Policies, *Journal Of Accounting & Economics*, 16:125-160.
- Ghozali, Imam. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gup. B dan R. Agrrawal. 1996. The Product Life Cycle: A Paradigm for Understanding Financial Management, *Financial Practice and Education* 6,41-48.
- Hanafi, Mamduh M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Cetakan Pertama. Yogyakarta: BPF.
- Jensen, Michael C. dan Meckling, W.H. 1976. Theory Of The Firm, Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics* 3,pp.305-366.
- Julianto dan Hartono. 2002. Confirmatory factor Analysis Gabungan proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan. *Simposium Nasional Akuntansi* 5,pp.192-212.
- Jogiyanto. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Keenam. BPF Yogyakarta.
- Lia Mandasari. 2011. “Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai” (*skripsi*). Universitas Lampung.
- Mahadwartha dan Hartono. 2002. Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen. *Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi V*, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 635-647.
- Myers, S.C. dan Majluf, N. 1984. Corporate Financing and Investment Decition When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*,13,p.187-221.
- Norpratiwi, M.V. Agustina. 2007. Analisis Korelasi Investment Opportunity Set terhadap Return Saham (pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan), *Jurnal Akuntansi dan Manajemen XVII* (1). hal. 9-22.
- Pashley, M. M., & Philippatos, G. C. 1990. Voluntary Divestitures and Corporate Life Cycle: Some Empirical Evidence. *Journal of Applied Economics* 22: 1181-1196.

- Riadi dan Ngadlan. 2006. Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) Dengan Tingkat Pertumbuhan (Sustainable Growth) di Bursa Efek Jakarta. Universitas Riau, Pekanbaru.
- Rozeff MS. 1982. Growth, Beta dan Agency Cost as Determinant of Dividend Payout ratios, *Journal Financial Research*, p.249-259.
- Sadalia dan Syafitri. 2008. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Dividen Tunai Pada Perusahaan Terbuka Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis*, Volume 1, Nomor 3, September 2008:103-108
- Sartono, R. Agus 2001. *Ringkasan Teori Manajemen Keuangan*, Edisi Ketiga, BPFE-Yogyakarta, Yogyakarta.
- Saxena, Atul K, Determinant of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms. *The Journal of Finance*, 1995.
- Smith Jr.Clifford dan Ross L.Watss. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Fianancial Economics*, 2:263-292.
- 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*, 4 (1): hal:44-63.
- Sugiyono. 2007. *Metode Penelitian Bisnis*. Cetakan ke-10. Bandung: Alfabeta.
- Suharli. 2004. Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen. (tesis) Magister Akuntansi (Tidak Dipublikasikan). Jakarta.
- Sunariyah. 2004. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal* Edisi Keempat. Yogyakarta : UPP AMP YKPN.
- Sutrisno. 2009. *Manajemen Keuangan : Teori, Konsep & Aplikasi*. Ekonisia
- Tatang Ary Gumanti dan Novi Puspitasari. 2008. Siklus Kehidupan Perusahaan dan Kaitannya dengan Investment Opportunity Set, Resiko, dan Kinerja Finansial. *Jurnal Riset Ekonomi dan Bisnis* Vol.8 No. I Maret 2008.
- Wirjolukito, Yanto, dan Sandy. 2003. Faktor- Faktor Yang Merupakan Pertimbangan Dalam Keputusan Pembagian Dividen: Tinjauan Terhadap Teori Pensinyalan Dividen Pada Perusahaan Go Public Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya. Jakarta.