

MODEL KEBIJAKAN DIVIDEN BERDASARKAN SIKLUS HIDUP PERUSAHAAN: STUDI EMPIRIS DI INDONESIA

Irdha Yusra^{1*}, Lisa Amelia Herman², Nova Begawati³

^{1,2}Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi KBP

³Fakultas Ekonomi, Universitas Ekasakti

*email: irdhayusra@gmail.com

ABSTRACT

In the life cycle theory of the company, it is stated that the Company which is at the established stage has the ability to make money beyond its ability to find profitable investment opportunities. The Company will distribute cash flow optimally to stakeholders in the form of dividend payments. The purpose of this study is to examine the effect of retained earnings ratio (proxied with retained earnings to total equity) on the probability and rate of dividend payments based on the life cycle of the firm. Companies listed on the Indonesia Stock Exchange period 2012 - 2016 are designated as research objects. Meanwhile, the sample is selected using criteria considered by the researcher (judgment sampling). Hypothesis testing is done by using the statistical method that is probit and tobit regression. The research findings show that retained earnings have a positive and significant effect on the probability and rate of dividend payments. However, the results of the study do not show significant evidence that retained earnings have a stronger effect on the probability and firm level of paying dividends.

Keywords: corporate life cycle; dividend; retained earnings

ABSTRAK

Dalam teori siklus hidup perusahaan dinyatakan bahwa Perusahaan yang berada pada tahap mapan memiliki kemampuan dalam menghasilkan uang melebihi kemampuannya dalam menemukan peluang investasi yang menguntungkan. Perusahaan tersebut akan mendistribusikan aliran kas secara optimal kepada stakeholders berupa pembayaran dividen. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh rasio laba ditahan (diproksi dengan retained earnings to total equity) terhadap probabilitas dan tingkat pembayaran dividen berdasarkan siklus hidup perusahaan. Perusahaan yang listed di Bursa Efek Indonesia periode 2012 – 2016 ditetapkan sebagai objek penelitian. Sedangkan, sampel dipilih menggunakan kriteria-kriteria yang dipertimbangkan oleh peneliti (judgment sampling). Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan metode statistik yaitu regresi probit dan tobit. Hasil penelitian kamimenunjukkan bahwa laba ditahan berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas dan tingkat pembayaran dividen. Namun, hasil penelitian tidak memberikan bukti yang signifikan bahwa laba ditahan berpengaruh lebih kuat terhadap probabilitas dan tingkat perusahaan mapan membayar dividen.

Kata kunci: dividen; laba ditahan; siklus hidup perusahaan

Detail Artikel :

Diterima : 05 mei 2018

Disetujui : 27 mei 2018

[DOI : 10.22216/jbe.v3i2.3431](https://doi.org/10.22216/jbe.v3i2.3431)

PENDAHULUAN

Salah satu topik yang sering diperdebatkan dan tetap menjadi isu yang menonjol dalam teori keuangan adalah kebijakan dividen. Para peneliti sebelumnya telah memberikan kontribusi pemikiran secara teoritis dan bukti empiris tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Meskipun demikian, isu kebijakan dividen belum terpecahkan. Black(1998); Shin, Kwon, & Kim(2010) menuliskan bahwa semakin keras kita melihat gambaran tentang dividen maka semakin nyata hal itu terlihat seperti suatu teka-teki yang tidak beraturan dan tidak berkesesuaian.

Dividen terlihat seperti teka-teki karena pembebanan pajak yang lebih tinggi daripada capital gain (Fama & French, 2001). Brealey & Myers(2005); Bhattacharyya, (2007) memasukkan permasalahan dividen sebagai salah satu dari sepuluh permasalahan penting di bidang keuangan yang belum terpecahkan dalam bidang keuangan.

Teori kebijakan dividen secara kuat berkaitan dengan penelitian Miller & Modigliani (1961) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen terkait dengan asumsi para investor yang rasional, pasar modal yang sempurna dan nilai pasar dari suatu perusahaan. Dalam empat abad terakhir dividen telah menjadi metode pembayaran utama pada setiap perusahaan perusahaan yang berada pada tahap mapan (Fama & French, 2001). David (2010) mengungkapkan dividen sebagai metode yang paling populer dan efisien untuk mendistribusikan uang tunai kepada investor atau pemegang saham.

Fama & French (2001), DeAngelo, DeAngelo, & Stulz (2006), Grullon, Michaely, & Swaminathan(2002)menjelaskan kebijakan dividen dalam konteks siklus hidup perusahaan dilihat sebagai evolusi dari *trade-off theory* tentang faktor-faktor yang secara empiris berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Beberapa temuan empiris menunjukkan bahwa kebijakan pembayaran dividen berbeda-beda dan sesuai dengan kondisi siklus hidup (*life cycle*) perusahaan. Siklus hidup perusahaan mendukung keteraturan perkembangan perusahaan, dimana proses pengembangan perusahaan disegmentasikan dalam tahapan-tahapan periode waktu (E. Black, 1998). Pada tahap mapan perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi, namun peluang investasinya rendah dan ukuran perusahaannya besar. Sedangkan pada tahap tumbuh perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang rendah namun peluang investasinya tinggi (Fama & French, 2001; Ananda, Putra, & Hendrastyo, 2017).

Kebijakan dividen dipandang sebagai keputusan yang sangat urgen dalam perusahaan, karena kebijakan tersebut menyangkut pihak-pihak yang memiliki tingkat kepentingan yang berbeda. Kebijakan dividen berhubungan dengan kebijakan pendanaan perusahaan. Dividen yang dibayarkan ditentukan oleh laba ditahan. Dividen yang dibayarkan akan semakin besar, jika laba yang ditahan perusahaan besar. Horne & Wachowicz (1997) menyatakan bahwa penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen adalah aspek utama dalam kebijakan dividen.

Karakteristik perusahaan yang berbeda dan faktor-faktor yang menentukan perusahaan dalam membayar dividen menjadi menarik diteliti. Fenomena kebijakan dividen menjadi menarik karena kemungkinan besar banyak perusahaan yang listed di Bursa Efek Indonesia pada periode 2012-2016 memiliki probabilitas untuk menahan labanya, namun tidak membayarkan dividen tunai. Tinjauan kebijakan dividen dari perspektif siklus hidup perusahaan merupakan motivasi kami dalam melakukan riset ini. Kami melakukan pengujian secara empiris terkait fenomena bisnis pada perusahaan yang selalu listed di Bursa Efek Indonesia, dimana terdapat perusahaan yang membagikan dividen, namun beberapa perusahaan juga tidak membagikan dividen.

Keterkaitan Laba Ditahan dengan Probabilitas dan Tingkat Pembayaran Dividen

Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dan tingkat pertumbuhan rendah cenderung untuk membayarkan dividen, sedangkan perusahaan yang memiliki profit yang rendah dengan pertumbuhan tinggi cenderung tidak membayar dividen (Fama & French, 2001). DeAngelo, DeAngelo, & Stulz (2006) menilai probabilitas perusahaan mapan dalam membayar dividen secara positif dipengaruhi oleh campuran modal laba ditahan yang diukur dengan *retained earnings to total equity (RE/TE)* dan *total assets (RE/TA)*.

Laba ditahan mencerminkan profitabilitas jangka panjang perusahaan. Perusahaan dengan campuran modal laba ditahan tinggi cenderung berada pada kelompok perusahaan yang lebih mapan dengan tingkat keuntungan kumulatif yang cukup sehingga cenderung untuk membayarkan dividen sedangkan perusahaan dengan laba ditahan rendah dalam tahap awal dan membutuhkan tambahan dana sehingga mempertahankan labanya (DeAngelo, DeAngelo, & Stulz, 2006).

Purwanti & Sawitri, (2011) dalam penelitiannya menyatakan bahwa kinerja keuangan (*debt to equity ratio, return on investment, total asset turnover*) perusahaan berpengaruh terhadap *cash dividend*. Mai (2010) menemukan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh tingkat pendapatan dan pola pembayaran dividen. Denis & Osobov (2008) mengemukakan bahwa keputusan membayar dividen di United States berhubungan signifikan dengan rasio *retained earnings to total equity*.

Pruitt & Gitman (1991) menunjukkan bahwa jumlah pembayaran dividen ditentukan oleh profitabilitas tahun berjalan dan profitabilitas sebelumnya, variasi laba, tingkat pertumbuhan laba dan dividen yang dibayarkan. Penelitian Baker & Powell (2000) menunjukkan bahwa penentu utama kebijakan dividen adalah tingkat laba (*earnings*) saat ini, harapan *earnings* masa mendatang dan pola dividen pada periode sebelumnya. Faktor ini sama dengan yang diidentifikasi oleh Lintner (1956) dalam model perilaku dividen. Temuan lainnya menunjukkan tipe industri merupakan faktor yang menentukan kebijakan pembayaran dividen.

H. Kent Baker, Veit, & Powell (2001) menunjukkan bahwa pertama, faktor utama yang menentukan keputusan dividen adalah pola dari dividen masa lalu, stabilitas dari *earnings*, dan tingkat *earnings* untuk saat ini dan harapan *earnings* untuk masa mendatang. Secara umum faktor-faktor penting untuk perusahaan yang tercatat di Nasdaq juga sangat penting untuk perusahaan yang listed di NYSE. Mereka menyatakan bahwa banyak manajer masih membuat keputusan dividen yang konsisten dengan hasil survey dan model Lintner (1956). Kedua, tidak mengimplikasikan faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan dividen sama untuk seluruh perusahaan. H. Kent Baker, Veit, & Powell (2001) menegaskan bahwa stabilitas *earnings*, tingkat *earnings* saat ini dan *earnings* yang diharapkan masa mendatang merupakan faktor penting dalam mempengaruhi kebijakan dividen.

Berdasarkan argumentasi di atas, hipotesis pertama dan kedua yang dapat dibangun adalah sebagai berikut:

- H1: Rasio laba ditahan berpengaruh signifikan terhadap probabilitas perusahaan membayar dividen.
- H2: Rasio laba ditahan berpengaruh signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen perusahaan.

Keterkaitan Laba Ditahan dengan Probabilitas dan Tingkat Pembayaran Dividen sesuai Siklus Hidup Perusahaan

Keterkaitan teori siklus hidup perusahaan dengan kebijakan dividen berdasarkan pada gagasan bahwa perusahaan mampu menghasilkan kas yang lebih tinggi, mampu meningkatkan peluang investasi dan mampu secara optimal untuk membayarkan keuntungan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Pada tahap tumbuh (*growth*) perusahaan mengeluarkan investasi yang sangat besar untuk mengembangkan, mempertahankan pangsa pasar dan penguasaan teknologi. Perusahaan muda cenderung akan menghemat uangnya dan tidak membayarkan dividen. Pada tahap mapan (*mature*) pertumbuhan penjualan berada pada titik maksimum, aktivitas investasi perusahaan untuk modal asset tetap sudah mulai berkurang dan perusahaan mampu menghasilkan laba dari aset yang ditanam pada periode siklus hidup sebelumnya, sehingga cenderung membayarkan dividen.

Hal tersebut konsisten dengan teori yang dikemukakan oleh Bulan & Subramanian (2005) yang menyebutkan bahwa perusahaan pada tahap tumbuh memiliki kesempatan investasi yang besar, namun keuntungannya belum mampu untuk memenuhi pendanaan kas internalnya. Sedangkan pada tahap mature, kesempatan investasi perusahaan mulai berkurang, profitabilitas dan pertumbuhannya sama, secara sistematis risikonya menurun dan penghasilan kas internal perusahaan meningkat.

Strategi kapasitas modal dan pertumbuhan perusahaan tergantung pada tahapan siklus hidup perusahaan. Lintner (1956) menjelaskan teori klasik perilaku dividen, bahwa faktor penentu perubahan pembayaran dividen dipengaruhi oleh laba perusahaan. Fama & French (2001) mengemukakan bahwa faktor profitabilitas, peluang investasi dan ukuran perusahaan dianggap paling mempengaruhi keputusan pembayaran dividen. Perusahaan yang mempunyai ukuran perusahaan besar, profitabilitas tinggi dengan peluang investasi yang rendah cenderung membayarkan dividen.

DeAngelo et al (2006) menemukan adanya pengaruh positif dari laba ditahan terhadap pembayaran dividen. Laba ditahan berpengaruh lebih besar pada probabilitas pembayaran dividen dibandingkan dengan profitabilitas, peluang pertumbuhan dan ukuran perusahaan. Perusahaan yang mempunyai laba ditahan negatif lebih cenderung tidak membagi dividen dan apabila perusahaan mapan tidak membayar dividen maka saldo kas perusahaan menjadi besar dan hutang jangka panjang menjadi berkurang.

Shin et al (2010) menunjukkan *earned surplus* berhubungan positif pada kenaikan pembayaran dividen dan *initiating dividend*, namun akan berhubungan negatif pada penurunan dividen dan *omitting dividend*. Pembayaran dividen dilakukan ketika perusahaan memiliki *earned surplus* tinggi, namun peluang investasinya rendah. Begitu juga ketika terjadi kenaikan dan *initiating dividend*.

Wang, Ke, Liu, & Huang (2011) menjelaskan bahwa karakteristik perusahaan membagikan dividen berbentuk saham memiliki tingkat pertumbuhan aset yang tinggi, profitabilitas dan retained to total equity ratio lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang membayar dividen secara tunai. Perusahaan yang membayar dividen secara tunai mempunyai profitabilitas yang lebih tinggi namun tingkat pertumbuhannya sangat rendah. Faktor yang paling dominan dalam mempengaruhi pembayaran dividen adalah ukuran perusahaan, laba, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Namun, pada perusahaan yang bergerak dalam industri teknologi tingkat pertumbuhan perusahaan sangat berpengaruh terhadap kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen.

Penelitian tentang hubungan teori siklus hidup keuangan dengan kebijakan dividen (studi pada sektor ekonomi yang listing di BEI) telah dilakukan oleh Imayanti (2013). Dia mengemukakan bahwa variabel RETE dan RETA tidak berpengaruh terhadap probabilitas pembayaran dividen. Sehingga suatu siklus hidup perusahaan tidak terlihat secara jelas dalam

negara berkembang. Terkait pengujian dengan menggunakan variabel kontrol, diperoleh hasil bahwa ROA dan SIZE berpengaruh positif terhadap probabilitas pembayaran dividen, sedangkan Leverage dan AGR (asset growth rate) tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap probabilitas pembayaran dividen.

Berdasarkan argumentasi di atas, maka hipotesis ketiga dan keempat yang dibangun adalah sebagai berikut:

- H3 : Pengaruh rasio laba ditahan lebih besar terhadap probabilitas perusahaan mapan membayar dividen dibandingkan dengan perusahaan pada tahap tumbuh.
- H4 : Pengaruh rasio laba ditahan lebih besar terhadap tingkat pembayaran dividen pada perusahaan mapan dibandingkan dengan perusahaan pada tahap tumbuh.

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel

Data dan Sampel Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang listed di BEI dengan periode pengamatan selama periode 2012-2016. Sampel diambil dengan menerapkan metode *judgment sampling* yang didasarkan pada pertimbangan peneliti. Adapun kriteria yang digunakan adalah 1) Perusahaan manufaktur yang selalu listed di BEI periode 2012- 2016 yang diperoleh dari ICMD (www.idx.co.id); 2) Perusahaan yang mempunyai laporan keuangan lengkap; 3) Perusahaan yang mempunyai nilai laba ditahan, total asset dan total equity sebagai proksi pengukuran laba ditahan terhadap total asset (RE/TA) dan total equity (RE/TE). Laporan keuangan untuk mendapatkan data nilai atau rasio setiap variabel penelitian yang dibutuhkan diperoleh dari Bloomberg Universitas Gadjah Mada; 4) Perusahaan yang melakukan corporate action selain pembagian dividen cash seperti dividen saham, mix dividen, distribusi warran, right issue, mandatory convertation (stock split, merger dan akuisisi) dan pembayaran obligasi dalam tahun yang sama tidak dimasukkan sebagai sampel. Data perusahaan yang melakukan kegiatan corporate action diperoleh dari KSEI; 5) Perusahaan yang tidak berada pada tahap tumbuh dan mapan dikeluarkan dari sampel. Disamping itu, kami juga menggunakan informasi-informasi fundamental perusahaan sebagai variabel control.

Kriteria penentuan siklus hidup perusahaan untuk menemukan sampel yang masuk tahapan tumbuh dan mapan dengan menggunakan pertumbuhan penjualan yang diproksikan dengan *Sales Growth Rate*. Secara rinci variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian dapat dilihat dari table berikut:

Tabel 1
Definisi Variabel

No	Variabel	Definisi	Pengukuran
1	Probabilitas Keputusan Membayar Dividen	Merupakan kemungkinan perusahaan membayar tunai	Variabel Dummy, jika: membayar Dividen=1, dan Tidak Membayar Dividen=0
2	Tingkat Pembayaran Dividen (Dividend Yield)	Merupakan proporsilababersih perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham	$DY = \frac{Dividend\ per\ Share}{Stock\ Price}$
3	Laba Ditahan (RE/TE)	Merupakan perbandingan antara retained earning dengan total equity	$RE/TE = \frac{Retained\ Earning}{Total\ Equity}$
4	Laba Ditahan (RE/TA)	Merupakan perbandingan antara retained earning dengan total asset	$RE/TA = \frac{Retained\ Earning}{Total\ Asset}$

5	Return on Asset (ROA)	Merupakan perbandingan antara <i>return atas</i> aset yang dimiliki perusahaan	$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Asset}$
6	Modal Kerja (TE/TA)	Merupakan ukuran tingkat kepemilikan modal yang dimiliki perusahaan	$TE/TA = \frac{Total\ Equity}{Total\ Asset}$
7	Asset Growth Rate (AGR)	Merupakan ukuran pertumbuhan perusahaan atas aset perusahaan	$AGR = \frac{Total\ Asset_{t0} - Total\ asset_{t-1}}{Total\ asset_{t-1}}$
8	Sales Growth Rate (SGR)	Merupakan ukuran pertumbuhan perusahaan atas penjualan di setiap tahunnya	$SGR = \frac{Sales_{t0} - Sales_{t-1}}{Sales_{t-1}}$
9	Ukuran Perusahaan (SIZE)	Merupakan ukuran besarnya jumlah seluruh kekayaan yang dimiliki perusahaan	<i>Natural Logarithm of Total Assets</i>

Berdasarkan tabel 1, terdapat sembilan variabel yang digunakan dalam penelitian ini, dimana variabel-variabel tersebut diterapkan dalam dua macam model statistik. Model statistik yang digunakan adalah model regresi probit dan tobit. Model yang digunakan untuk menjawab hipotesis pertama (H1) dan hipotesis kedua (H2) adalah sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RE/TE_{it} + \beta_2 RE/TA_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SGR_{it} + \beta_5 AGR_{it} + \beta_6 TE/TA_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

Model statistik 1 terdiri dari dua variabel independen dan satu variabel dependen. Dimana, Y merupakan probabilitas pembayaran dividend dan tingkat pembayaran dividen diproksi dengan *dividend yield* dinotasikan sebagai variabel dependen. RE/TE adalah perbandingan antara *retained earning* dengan *total equity*. RE/TA adalah perbandingan antara *retained earning* dengan total asset. Kedua variabel tersebut dinotasikan variabel independen. Disamping itu, kami juga memiliki lima variabel control sebagai predictor, dimana berfungsi sebagai penetral pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. ROA merupakan perbandingan antara *return atas* aset yang dimiliki perusahaan. SGR merupakan ukuran pertumbuhan perusahaan atas penjualan setiap tahun. AGR merupakan ukuran pertumbuhan perusahaan atas aset perusahaan. TE/TA merupakan ukuran tingkat kepemilikan modal yang dimiliki perusahaan. SIZE merupakan logaritma natural dari total asset. Lebih lanjut, kami juga membangun model statistic yang kedua untuk menguji hipotesis ketiga dan hipotesis keempat (H4) yaitu sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RE/TE_{it} + \beta_2 RE/TA_{it} + \beta_3 D_{lifecycle} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SGR_{it} + \beta_6 AGR_{it} + \beta_7 TE/TA_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

Kami juga menggunakan probabilitas pembayaran dividen dan *dividend yield* sebagai variabel dependen, identik dengan model statistik pertama. Namun, menggunakan siklus hidup perusahaan sebagai variabel dummy, dimana bernilai satu, jika perusahaan tahap mapan dan bernilai nol, jika perusahaan tahap tumbuh. Yulianti (2014) mengklasifikasikan perusahaan berada pada tahap mapan jika memiliki nilai SGt antara 8% sampai 20%, sedangkan berada pada tahap tumbuh jika memiliki nilai SGt diatas 20%.

HASIL DAN PEMBAHASAN**Statistik Deskriptif**

Pengujian statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi data yang dilihat dari nilai median. Statistik deskriptif menggunakan nilai median untuk menghindari adanya persebaran yang luas dalam observasi, dan dianggap lebih mewakili menggambarkan nilai variabel yang akan dianalisis. Tujuannya untuk mengetahui karakteristik variabel yang dianalisis secara terperinci. Statistik deskriptif ditampilkan dalam tabel berikut:

Tabel 2
Statistik Deskriptif

Variabel	Nilai median			
	Perusahaan membayar dividen	Perusahaan tidak membayar dividen	Perusahaan pada tahap mapan	Perusahaan pada tahap tumbuh
Variabel Dependen				
<i>Dividend yield</i>	26667	0,00	9615,38	0,00
Variabel Independen				
<i>Retained earnings to total equity</i>	0,65	0,18	0,39	0,30
<i>Retained earnings to total assets</i>	0,34	0,09	0,21	0,12
Variabel Kontrol				
<i>Return on assets</i>	0,10	0,02	0,08	0,06
<i>Total equity to total assets</i>	0,59	0,47	0,56	0,48
<i>Sales growth rate</i>	0,16	0,17	0,14	0,30
<i>Assets growth rate</i>	0,15	0,14	0,13	0,18
<i>Size</i>	28,58	27,75	28,37	27,92
jumlah observasi	147	125	183	89

Sumber : data diolah

Hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa nilai median perusahaan membayar dividen memiliki nilai yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak membayar dividen. Dari 147 observasi periode tahun 2012-2016 probabilitas perusahaan membayar dividen karena memiliki laba ditahan yang cukup tinggi yaitu 65% (RE/TE) dan 34% (RE/TA). Selain itu, perusahaan juga memiliki profit sebesar 10%, memiliki modal kerja sebesar 59%, ukuran perusahaan 28,58% dan mengalami peningkatan penjualan sebesar 15% dan peningkatan kepemilikan aset sebesar 15%. Sedangkan dari 183 observasi probabilitas tidak membayar dividen karena memiliki laba ditahan yang cukup kecil yaitu 18% (RE/TE) dan 9% (RE/TA). Selain itu, profit yang didapat masih kecil yaitu 2%, memiliki modal kerja sebesar 47%, dan ukuran perusahaan 27,75% serta mengalami pertumbuhan penjualan sebesar 17% dan pertumbuhan aset 14%.

Hasil ini menggambarkan bahwa perusahaan yang membayar dividen memiliki

karakteristik perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak membayar dividen. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan DeAngelo, DeAngelo, & Stulz (2006). Dalam penelitian mereka dinyatakan bahwa perusahaan yang membayar dividen mempunyai laba ditahan yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak membayar dividen. Temuan tersebut juga konsisten dengan penelitian Fama & French (2001). Fama & French (2001) juga menemukan bahwa perusahaan yang membayar dividen memiliki profit, kesempatan investasi dan ukuran perusahaan yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membayar dividen.

Hasil ini juga memberikan gambaran bahwa perusahaan yang berada pada tahap mapan memiliki nilai median laba ditahan yang lebih tinggi daripada perusahaan yang berada pada tahap tumbuh. Dimana dari 183 observasi perusahaan pada tahap mapan memiliki laba ditahan sebesar 39% (RE/TE) dan 21% (RE/TA). Perusahaan memiliki profit sebesar 8%, modal kerja sebesar 56% serta mengalami peningkatan penjualan sebesar 14% dan peningkatan aset sebesar 13%. Sedangkan dari 89 observasi perusahaan pada tahap tumbuh memiliki laba ditahan sebesar 30% (RE/TE) dan 12% (RE/TA). Perusahaan memiliki profit sebesar 6%, modal kerja sebesar 48% serta mengalami peningkatan penjualan sebesar 30% dan peningkatan aset sebesar 18%.

Fenomena ini didukung oleh hasil penelitian Wang, Ke, Liu, & Huang (2011) bahwa dimungkinkan perusahaan pada tahap mapan telah memiliki sumberdaya, pengelolaan manajemen dan akses yang lebih bagus daripada perusahaan yang berada pada tahap tumbuh. Kemungkinan besar, perusahaan yang tumbuh merupakan perusahaan yang baru *go public*.

Hasil Pengujian Hipotesis

Rasio Laba Ditahan Mempengaruhi Probabilitas dan Tingkat Pembayaran Dividen

Probabilitas perusahaan membayar dividen dipengaruhi oleh karakteristik perusahaan. Karakteristik yang dimaksudkan adalah rasio laba ditahan yang diprosikan dengan *retained earnings to total equity* untuk mengukur perolehan laba dari ekuitas dan *retained earnings to total assets* untuk mengukur perolehan laba dari aset terhadap probabilitas perusahaan membayarkan dividen. Hal ini dapat dijelaskan dengan menggunakan analisis regresi probit. Pengujian statistik rasio laba ditahan terhadap probabilitas perusahaan membayarkan dividen ditambahkan dalam tabel berikut:

Tabel 3
Hasil Regresi Probit dan Tobit

Variabel independent	Probit		Tobit	
	coefficient	Prob	coefficient	Prob
<i>Retainedearnings to total equity</i>	0,752	0,015*	0,183	0,34
<i>Retainedearnings to total assets</i>	0,464	0,310	-0,959	0,86
total observasi	272		272	

Catatan: * $p < 0,05$ menunjukkan tingkat signifikansi 5 persen.

Tabel ini menggambarkan hasil regresi probit dan tobit. Regresi Probit untuk mengetahui hubungan masing-masing variabel independen (RE/TE, RE/TA) terhadap probabilitas perusahaan membayar dividen. Variabel dependen dalam model ini adalah variabel dummy, yaitu bernilai 1 ketika membayar dividen dan bernilai 0 ketika tidak membayar dividen. Sedangkan untuk mengetahui faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tingkat pembayaran dividen menggunakan regresi tobit. Variabel dependen dalam model ini adalah *dividend yield*. Model pengujian Probit dan Tobit sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RE/TE_{it} + \beta_2 RE/TA_{it} + \varepsilon_{it}$$

Hasil pengujian regresi probit menunjukkan bahwa variabel laba ditahan sebesar 75,2% (*retained earnings to total equity*) berhubungan positif dan signifikan terhadap probabilitas membayar dividen. Sedangkan *retained earnings to total assets* sebesar 46,4% berhubungan positif namun tidak signifikan terhadap probabilitas membayar dividen. Temuan penelitian pada 272 observasi perusahaan non keuangan di Indonesia ini membuktikan bahwa perusahaan akan membayar dividen ketika memiliki laba ditahan yang cukup tinggi. Jadi hipotesis pertama yang menyatakan bahwa laba ditahan berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas perusahaan membayar dividen diterima.

Hasil pengujian regresi tobit menunjukkan bahwa variabel laba ditahan sebesar 183% (*retained earnings to total equity*) berhubungan positif sedangkan *retained earnings to total assets* sebesar 959% berhubungan negatif terhadap tingkat pembayaran dividen dan keduanya tidak signifikan. Dengan model tobit temuan penelitian pada 272 observasi perusahaan non keuangan di Indonesia ini gagal menangkap bahwa laba ditahan berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat perusahaan membayar dividen. Jadi hipotesis kedua yang menyatakan bahwa laba ditahan berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat perusahaan membayar dividen ditolak.

Temuan ini didukung oleh penelitian DeAngelo, DeAngelo, & Stulz (2006) yang mengemukakan bahwa laba ditahan mempengaruhi probabilitas perusahaan membayar dividen. Wang, Ke, Liu, & Huang (2011) mengungkapkan laba ditahan sebagai profitabilitas jangka panjang mempengaruhi probabilitas perusahaan membayar dividen tunai, sedangkan perusahaan yang tidak memiliki laba ditahan tidak akan membayarkan dividen. H.Kent Baker, Veit, & Powell (2001) menegaskan bahwa faktor utama yang menentukan keputusan dividen adalah pola dari dividen masa lalu, stabilitas dari *earnings*, dan tingkat *earnings* untuk saat ini dan harapan *earnings* untuk masa mendatang.

Rasio Laba Ditahan Berpengaruh Lebih Kuat Terhadap Probabilitas dan Tingkat Perusahaan Mapan Membayar Dividen.

Probabilitas dan tingkat perusahaan membayar dividen juga dipengaruhi oleh adanya perbedaan karakteristik perusahaan. Untuk menjawab hipotesis ketiga dan keempat yang menyatakan bahwa laba ditahan berpengaruh terhadap probabilitas dan tingkat pembayaran dividen ditunjukkan dalam tabel berikut:

Tabel 4
Hasil Regresi Probit dan Tobit *Life Cycle*

Variabel independen	Probit		Tobit	
	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob
<i>Retained earnings to total equity</i>	0,785	0,012*	0,166	0,39
<i>Retained earnings to total assets</i>	0,435	0,344	-0,110	0,84
<i>Dummy life cycle</i>	0,407	0,020*	0,200	0,52
total observasi	272		272	

Catatan: * $p < 0,05$ menunjukkan tingkat signifikansi 5 persen.

Tabel ini menggambarkan hasil regresi probit dan tobit. Regresi Probit untuk mengetahui hubungan masing-masing variabel independen (RE/TE, RE/TA) terhadap probabilitas perusahaan mapan membayar dividen. Variabel dependen dalam model ini adalah variabel dummy, yaitu bernilai 1 ketika membayar dividen dan bernilai 0 ketika tidak membayar dividen. Sedangkan untuk menguji faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tingkat pembayaran dividen yaitu dengan menggunakan regresi tobit. Variabel dependen dalam model ini adalah tingkat pembayaran dividen yang diukur dengan dividend yield. Model regresi Probit dan Tobit sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RE/TE_{it} + \beta_2 RE/TA_{it} + \beta_3 D_{lifecycle} + \varepsilon_{it}$$

Hasil pengujian regresi probit menunjukkan bahwa variabel laba ditahan sebesar 78,5% (*retained earnings to total equity*) berhubungan positif dan signifikan terhadap probabilitas perusahaan mapan membayar dividen. Sedangkan *retained earnings to total assets* sebesar 43,5% berhubungan positif namun tidak signifikan terhadap probabilitas perusahaan mapan membayar dividen. Siklus hidup perusahaan yang menyatakan perusahaan mapan sebesar 40,7% berhubungan positif dan signifikan. Temuan penelitian pada 272 observasi perusahaan manufaktur di Indonesia ini membuktikan bahwa dividen akan dibayarkan oleh perusahaan ketika laba ditahan yang dimiliki cukup tinggi. Jadi hipotesis pertama yang menyatakan bahwa laba ditahan berpengaruh positif dan signifikan terhadap probabilitas perusahaan membayar dividen terdukung.

Hasil pengujian regresi tobit menunjukkan bahwa variabel laba ditahan sebesar 166% (*retained earnings to total equity*) berhubungan positif sedangkan *retained earnings to total assets* sebesar 100% berhubungan negatif terhadap tingkat pembayaran dividen, siklus hidup perusahaan yang menyatakan perusahaan mapan sebesar 200% berhubungan positif dan ketiganya tidak signifikan. Dengan model tobit temuan penelitian pada 272 observasi perusahaan non keuangan di Indonesia ini gagal menangkap bahwa laba ditahan dan siklus hidup perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat perusahaan mapan membayar dividen. Dengan demikian, hipotesis keempat, ditolak.

Temuan ini didukung oleh penelitian DeAngelo, DeAngelo, & Stulz (2006) yang mengemukakan bahwa laba ditahan mencerminkan profitabilitas jangka panjang perusahaan. Perusahaan dengan campuran modal laba ditahan tinggi cenderung lebih dewasa dengan tingkat keuntungan kumulatif yang cukup sehingga cenderung untuk membayarkan dividen. Sedangkan perusahaan dengan laba ditahan rendah dalam tahap awal dan membutuhkan tambahan dana sehingga mempertahankan labanya. Shin et al. (2010) mengemukakan bahwa *earned surplus* berhubungan positif terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen. Temuan lainnya menunjukkan *earned surplus* berhubungan positif pada kenaikan pembayaran dividen dan *initiating dividend*, namun akan berhubungan negatif pada penurunan dividen dan *omitting dividend*.

Robustness Checks

Dalam penelitian ini, peneliti melakukan *robustness checks* apakah ada perubahan pola probabilitas dan tingkat perusahaan membayar dividen dengan menggunakan beberapa variabel kontrol. Hasil pengujian dirangkum dalam tabel berikut:

Tabel 5
Robustness Checks

Variabel	Probit		Tobit	
	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob
$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RE/TE_{it} + \beta_2 RE/TA_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_9 size_{it} + \epsilon_{it}$				
<i>Retained earnings to total equity</i>	0,131	0,000*	1,61	0,001*
<i>Retained earnings to total assets</i>	0,001	0,223	5757	0,480
<i>Return on assets</i>	1,579	0,000*	6,23	0,001*
<i>Size</i>	0,000	0,000*	323	0,004*
$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RE/TE_{it} + \beta_2 RE/TA_{it} + \beta_3 D_{life\ cycle} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_9 size_{it} + \epsilon_{it}$				
<i>Retained earnings to total equity</i>	0,641	0,000*	1,64	0,000*
<i>Retained earnings to total assets</i>	0,007	0,852	510	0,532
<i>Dummy life cycle</i>	0,239	0,217	576	0,227
<i>Return on assets</i>	7,191	0,000*	6,07	0,002*
<i>Size</i>	0,001	0,001*	312	0,006*
$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 RE/TE_{it} + \beta_2 RE/TA_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SGR_{it} + \beta_6 AGR_{it} + \beta_8 TE/TA_{it} + \beta_9 size_{it} + \epsilon_{it}$				
<i>Retained earnings to total equity</i>	0,590	0,224	1,70	0,027*
<i>Retained earnings to total assets</i>	0,500	0,568	457	0,592
<i>Return on assets</i>	5,896	0,000*	5,90	0,009*
<i>Sales growth rate</i>	-1,658	0,007*	-3,35	0,025*
<i>Assets growth rate</i>	0,012	0,770	180	0,890
<i>Total equity to total assets</i>	0,148	0,825	-415	0,596
<i>Size</i>	0,001	0,003*	282	0,013*
Total observasi	272		272	

Catatan: * $p < 0,05$ menunjukkan tingkat signifikansi 5 persen.

Estimasi model regresi probit dan tobit dengan memasukkan variabel kontrol dilakukan untuk tiga model yang berbeda. Penggunaan ketiga model ini dimaksudkan untuk memperkuat hasil pengujian statistik terkait hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen.

Hasil temuan regresi probit dan tobit dengan variabel kontrol *return on assets* (ROA), dan *size* konsisten dengan model utama dalam penelitian ini. Dimana laba ditahan berhubungan positif dan signifikan terhadap probabilitas pembayaran dividen. Kemungkinan perusahaan membayar dividen juga dipengaruhi oleh profitabilitas yang diukur dengan menggunakan indikator *return on assets* (ROA) dan ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma natural dari total aset (*Size*). Hal ini ditunjukkan oleh nilai koefisien model regresi yang positif dan signifikan. Sedangkan pada regresi tobit, ditemukan hasil yang tidak konsisten dengan model

utama. Namun, temuan ini konsisten dengan regresi probitnya. Dimana tingkat pembayaran dividen berhubungan positif dan signifikan dengan laba ditahan, profitabilitas dan size perusahaan.

Sedangkan, Hasil regresi probit dan tobit pada perusahaan yang berada pada tahap mapan yang dirobust dengan memasukkan variabel kontrol (ROA dan Size) tidak konsisten dengan model utama penelitian, dimana temuannya menunjukkan bahwa laba ditahan berhubungan positif dan signifikan terhadap probabilitas pembayaran dividen. Probabilitas perusahaan dalam membayar dividen juga dipengaruhi oleh profitabilitas dan size perusahaan, hal ini menunjukkan bahwa hasil regresi berhubungan positif dan signifikan. Sedangkan pada regresi tobit hasil ini tidak konsisten dengan model kedua dan regresi probitnya.

Pada hasil regresi model ketiga ditemukan bahwa model ini tidak konsisten dengan model utama. Namun, konsisten dengan regresi probitnya. Dimana laba ditahan berhubungan positif dan tidak signifikan terhadap probabilitas perusahaan membayar dividen namun signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen. Probabilitas perusahaan membayar dividen dan tingkat pembayaran dividen berhubungan positif dan signifikan terhadap profitabilitas (*return on asset*), pertumbuhan perusahaan (*sales growth rate*) dan ukuran perusahaan.

Pengujian ini didukung oleh model dividen residual, sebagaimana yang dinyatakan oleh Brigham & Houston(2011). Mereka mengungkapkan bahwa kebijakan residual berarti dividen yang dibayarkan dari sisa laba, maka rasio pembayarannya akan bervariasi seiring dengan peluang investasi perusahaan. Selain itu, variasi dividen dipengaruhi oleh fluktuasi laba sehingga kebijakan dividen residual akan menghasilkan dividen yang tidak stabil.

SIMPULAN

Kebijakan dividen dan siklus hidup perusahaan mempunyai peran penting dalam dalam konteks teori keuangan. Secara empiris, hasil penelitian ini menunjukkan bukti bahwa laba ditahan merupakan faktor utama yang berpengaruh terhadap probabilitas perusahaan membayar dividen dan tingkat pembayaran dividen. Hal ini ditunjukkan pada hasil pengujian hipotesis yang menyatakan bahwa laba ditahan berhubungan positif dan signifikan terhadap probabilitas pembayaran dividen. Temuan kami ini memiliki kontribusi penting dalam menambah literatur yang berkaitan dengan kebijakan dividen di Indonesia. Dalam konteks tata kelola perusahaan, kami menyediakan bukti empiris yang relatif lebih luas menggunakan kerangka siklus hidup perusahaan.

Adanya perbedaan temuan dalam penelitian ini dengan penelitian sebelumnya mengindikasikan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi probabilitas dan tingkat pembayaran dividen tidak dapat diterapkan pada semua jenis industri perusahaan (H.Kent Baker et al., 2001). Hal ini menjadi salah satu keterbatasan dalam penelitian ini. Kami telah mencoba menguji secara empiris terkait faktor-faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen dalam konteks teori siklus hidup perusahaan sebagaimana yang dikemukakan oleh DeAngelo, DeAngelo, & Stulz (2006), Grullon, Michaely, & Swaminathan (2002). Namun, kami belum mengeksplorasi dan menguji lebih detail dengan melibatkan perusahaan di seluruh sektor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sehingga hasil penelitian ini belum bisa digeneralisasi. Secara teknis, kami juga tidak mempertimbangkan penggunaan proksi selain RETE dan RETA. Meskipun hasil penelitian kami sudah bisa memperkuat temuan terkait faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen, akan lebih baik jika penelitian berikutnya dapat mempertimbangkan proksi lain (*variable of interest*) untuk mengukur siklus hidup perusahaan. Misalnya dengan menggunakan variabel kepemilikan institusional (*institutional ownership*) yang masih mendominasi kepemilikan perusahaan yang terdaftar di Indonesia (Wardhana, Tandelilin, Lantara, & Junarsin, 2014).

UCAPAN TERIMAKASIH

Penulis mengucapkan terima kasih kepada Direktorat Jenderal Penguatan Riset dan Pengembangan Kementerian Riset, Teknologi dan Pendidikan Tinggi (DRPM Ristekdikti) yang telah memberikan dana, sehingga penulis dapat melakukan penelitian ini dengan lancar. Ucapan terima kasih juga diarturkan kepada Universitas Gadjah Mada yang telah menyediakan data dari Bloomberg (BNI46 Financial Market Update), sehingga memberikan kemudahan untuk mengumpulkan data sesuai dengan data yang penulis butuhkan. Penghargaan dan terima kasih juga penulis ucapkan kepada Sekolah Tinggi Ilmu “KBP” dan Universitas Ekasakti yang telah memberikan *support*, izin dan tugas kepada penulis untuk melakukan penelitian dan penulisan jurnal ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Ananda, F., Putra, R. D., & Hendrastyo, V. S. (2017). Kesuksesan Implementasi System Application Product (SAP) studi kasus di PT. Semen Padang. *Jurnal Pundi*, 1(1), 1–10. Retrieved from <https://ojs.akbpstie.ac.id/index.php/jurnal-pundi/article/view/4>
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (2000). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms. *Financial Practice and Education*, 10, pp.29-40.
- Baker, H. K., Veit, E. T., & Powell, G. E. (2001). Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms. *The Financial Review*, Vol. 38, pp.19-38.
- Black, E. (1998). Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures. *The Journal of Financial Statement Analysis*, 40–56.
- Black, E. L. (1998). Life Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measure”. *The Journal of Financial Statement Analysis*, 40–56.
- Brealey, R., & Myers, S. (2005). *Principles of Corporate Finance* (8th Editio). London: McGraw-Hill International Edition, Economics Series.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-dasar Manajemen. Keuangan Terjemahan Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.*
- Bulan, L. T., & Subramanian, N. (2005). The Firm Life Cycle Theory of Dividends. In *Textbook* (pp. 1–21).
- David, I. Ben. (2010). Dividend Policy Decisions. In *Textbook* (pp. 435–451).
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. *Journal of Financial Economics*, 89, 62–82.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay ? *Journal of Financial Economics*, 60, 3–44.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business*, Vol. 75(3), 387–424.
- Horne, V., & Wachowicz. (1997). *Prinsip Prinsip Manajemen Keuangan. Salemba Empat: Jakarta.*
- Imayanti, M. H. (2013). Keterkaitan Teori Siklus Hidup Keuangan dalam Kebijakan Dividen; Studi pada Sektor Ekonomi yang Listing di BEI. *Jurnal Etikonomi*, 12(1), 33–44.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, Vol. 46(No. 2), 97–113.
- Mai, M. U. (2010). *Dampak Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dalam Kajian Perilaku Oportunistik Manajerial dan Struktur Corporate Governance Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Go Public di Pasar Modal Indonesia.* Universitas Diponegoro.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares.

- The Journal of Business*, Vol. 34(No. 4, 3), 411–43.
- N. Bhattacharyya. (2007). Dividend policy: a review. *Managerial Finance*, Vol. 33(Iss 1), 4–13. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/03074350710715773>
- Pruitt, S., & Gitman, L. (1991). The interactions between the investment, financing, and dividends decisions of major US firms. *The Financial Review*, Vol. 26(No. 3), 409–430.
- Purwanti, D., & Sawitri, P. (2011). Dampak Rasio Keuangan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmiah Bisma*, Vol.3(Issue 2), pp.125-134.
- Shin, M. S., Kwon, J. S., & Kim, S. E. (2010). Earned Surplus and Dividend Policy: A Test of the Financial Life Cycle Theory in Korean Capital Market. *International Research Journal of Financial and Economics*, (59).
- Wang, M., Ke, M., Liu, D., & Huang, Y. (2011). Dividend policy and the life cycle hypothesis: evidence from taiwan. *The International Journal of Business and Finance Research* ♦, 5(1), 33–52.
- Wardhana, L. I., Tandelilin, E., Lantara, I. W. N., & Junarsin, J. E. (2014). Dividend Policy in Indonesia: A Life-Cycle Explanation. *Asian Finance Association (AsianFA) 2014 Conference Paper*.
- Yulianti, N. W. (2014). Siklus Hidup Perusahaan dan Konservatisme Akuntansi. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen*.