



PENGUJIAN DIVIDEND LIFE CYCLE THEORY DI INDONESIA

Tika Ayu Lestari [✉], Arief Yulianto

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:
Diterima Agustus 2017
Disetujui Agustus 2017
Dipublikasikan Desember 2017

Keywords:
*Corporate life cycle;
dividend policy, retained
earning to total equity*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji *retained earning to total equity* (RETE) terhadap kebijakan dividen dalam tahap siklus hidup yang berbeda pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Siklus hidup perusahaan terdiri dari empat tahap: *Start-up, growth, mature dan decline*. Penelitian ini menggunakan analisis regresi respon kualitatif. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Teknik *purposive sampling* digunakan untuk menentukan sampel dalam penelitian ini. Sampel digunakan sebanyak 92 perusahaan. Hasil analisis menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan *retained earning to total equity* (RETE) terhadap kebijakan dividen pada tahap *mature*, sedangkan pada tahap *start-up, growth, dan decline*, *retained earning to total equity* (RETE) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 cenderung membayarkan dividen pada tahap *mature*. Simpulan dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur menerapkan *dividend life cycle theory* dalam kebijakan dividen mereka.

Abstract

This study aims to test retained earning to total equity (RETE) toward the dividends policy in different life cycle stages on the Manufacturing companies period 2011-2015. The corporate life cycle consists of four stages: start-up, growth, mature and decline stage. This study use a qualitative response regression analysis. The population are the Manufacturing companies that listed in Indonesia Stock Exchange period 2011-2015. The purposive sampling was used to determine of sample. The Sample is used as many as 92 companies. The result of analysis shows that there is positive significant effect of retained earnings to total equity (RETE) of the dividend payout in the mature stages, while in the start-up, growth and decline stages, the retained earnings to total equity (RETE) does not effect significantly of the dividend payout. This result shows that the Manufacture companies that listed in Indonesia Stock Exchange period 2011-2015 propensity to pay dividend on the mature firm. The node of this study shows that the manufacturing company is applied dividend life cycle theory in their dividend policy.

© 2017 Universitas Negeri Semarang

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen berkembang sejak Miller dan Modigliani (1961) menerbitkan artikel mereka mengenai kebijakan dividen (Imayanti, 2013). Para peneliti mempelajari, mengapa perusahaan membayarkan porsi tertentu atas keuntungan yang dimiliki berupa dividen untuk pemegang saham. Bradley dkk. (1998) menyatakan kebijakan dividen merupakan inti keuangan sebuah perusahaan. Sari (2013) menyatakan bahwa besar kecilnya dividen yang dibagikan perusahaan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Namun dalam penelitian Sari dan Wijayanto (2015); Anita dan Yulianto (2016) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Putri dan Putra (2017) mengatakan bahwa keputusan pembayaran dividen berhubungan dengan penentuan besarnya laba yang dihasilkan perusahaan setiap periode untuk dibagikan kepada pemegang saham berupa dividen atau dijadikan sumber internal pembiayaan bagi perusahaan. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa banyak faktor yang bisa mempengaruhi perusahaan menetapkan kebijakan dividen, salah satunya yaitu adanya siklus hidup dari dividen itu sendiri.

Gup dan Agrawal (1996), menjelaskan tahap dari siklus kehidupan perusahaan secara berurutan adalah tahap pendirian (*pioneering*), tahap ekspansi (*expansion*), tahap kedewasaan (*stabilization*), dan tahap penurunan (*decline*). Perusahaan yang berada pada tahap awal (*start-up stage*) mempunyai peluang investasi yang besar, sehingga perusahaan membutuhkan pendanaan yang besar untuk melakukan investasi (Juniarti & Limanjaya, 2005). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung memiliki *dividend payout ratio* yang rendah, sehingga pada tahap *start-up* tidak ada dividen yang dibayarkan atau dibagikan kepada pemegang saham (Gup & Agrawal, 1996).

Pada tahap *growth*, perusahaan mulai mengalami peningkatan penjualan karena telah mampu memperoleh pangsa pasar. Aset dan *earnings* yang diperoleh perusahaan pada tahap ini akan lebih besar dibandingkan dengan tahap sebelum-

nya (*start-up*). Perusahaan kemungkinan sudah bisa melakukan pembayaran dividen, walaupun jumlahnya tidak begitu besar, karena kas masih difokuskan untuk keperluan pendanaan (Juniarti & Limanjaya, 2005).

Pada tahap *mature*, merupakan puncak penjualan perusahaan seiring dengan semakin kuatnya pangsa pasar yang dimiliki oleh perusahaan, tingkat likuiditas dan aset perusahaan juga mengalami peningkatan. Pada tahap ini perusahaan dikatakan berada pada posisi yang mapan dan mampu membayar dividen dalam jumlah yang tinggi (Juniarti & Limanjaya, 2005). Perusahaan pada tahap *decline* memiliki kesempatan tumbuh terbatas, karena menghadapi persaingan yang semakin tajam, muncul pesaing pendatang baru serta produk pengganti dengan teknologi baru yang lebih efisien, mengakibatkan pangsa pasar potensial semakin sempit (Juniarti & Limanjaya, 2005). Perusahaan mengalami penurunan penjualan secara signifikan sehingga terjadi kerugian dan pembayaran dividen terhenti (Pashley & Philippatos, 1990).

De Angelo dkk. (2006) melakukan pengujian terhadap teori siklus hidup dengan menilai apakah probabilitas perusahaan membayar dividen secara positif terkait dengan campuran modal yang diperoleh perusahaan. Campuran modal yang diperoleh merupakan proksi logis siklus hidup untuk mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan modal sendiri atau menggunakan modal eksternal. De Angelo dkk. (2006) menguji apakah probabilitas perusahaan membayar dividen lebih tinggi jika laba ditahan perusahaan terhadap ekuitas juga tinggi. De Angelo dkk. (2006) menyatakan bahwa laba ditahan per total ekuitas sebagai proksi *life cycle* memiliki pengaruh lebih besar daripada pengukuran menggunakan profitabilitas dan *growth opportunities* yang banyak dipakai pada penelitian tentang kebijakan dividen terdahulu. Rasio *retained earning to total equity* (RETE) yang tinggi dapat dihasilkan dari laba di periode-periode sebelumnya yang kemudian terakumulasi, sehingga dapat dikatakan *retained earning to total equity* (RETE) adalah cerminan profitabilitas perusahaan.

Tabel 1. Rata-Rata Kebijakan Dividen, *Sales Growth Rate*, dan RETE Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015

<i>Sales group (growth rate of sales)</i>	<i>Start-up (>40%) N= 35</i>	<i>Growth (20%-40%) N=74</i>	<i>Mature (1%-20%) N=236</i>	<i>Decline (<1%) N=115</i>
SGR	113.1	26.2	10.7	-13.3
DIV	.37 (13)	.60 (44)	.61 (145)	.431 (49)
RETE	-.05	.53	.30	.36

Pada Tabel 1 menunjukkan bahwa 35 perusahaan pada *sales group start-up* memiliki rata-rata pertumbuhan penjualan yang tinggi, laba perusahaan negatif, dan memiliki sedikit jumlah transaksi pembayaran dividen tunai yaitu sebanyak 13 transaksi atau sebesar 37% dari total seluruh perusahaan pada tahap *start-up*. Pada *sales group growth* terdapat sebanyak 74 perusahaan memiliki rata-rata pertumbuhan penjualan yang lebih rendah namun memiliki laba ditahan terhadap ekuitas serta transaksi dividen tunai yang lebih tinggi dari tahap *start-up* yaitu sebanyak 44 transaksi atau sebesar 60% dari total seluruh perusahaan pada tahap *growth*. Pada *sales group mature* terdapat 236 perusahaan memiliki rata-rata pertumbuhan penjualan dan laba ditahan terhadap ekuitas yang lebih rendah namun pembayaran dividen tunai yang lebih tinggi dari tahap *growth* yaitu sebanyak 145 transaksi atau sebesar 61% dari total seluruh perusahaan pada tahap *mature*. Pada *sales group decline* terdapat 115 perusahaan mengalami penurunan rata-rata pertumbuhan penjualan yang signifikan, namun masih dapat melakukan pembayaran dividen tunai sebanyak 49 transaksi atau sebesar 49% dari total keseluruhan perusahaan pada tahap *decline*.

Dari Tabel 1 di atas kecenderungan perusahaan membayar dividen pada setiap siklus hidup perusahaan, sehingga tidak sesuai dengan kebijakan dividen berdasarkan *dividend life cycle theory*. *Dividend life cycle theory* yang dikemukakan Gup dan Agrawal (1996) adalah perusahaan pada tahap pendirian tidak membagikan dividen, pada tahap pertumbuhan membagikan sedikit dividen, pada tahap kedewasaan menaikkan jumlah kas dividen dan pada tahap *decline* perusahaan cenderung memiliki kas dividen yang besar namun apabila perusahaan mengalami kerugian maka pembayaran dividen terhenti (Gup & Aggrawal, 1996).

Penelitian tentang *dividend life cycle theory* yang diprosikan dengan *retained earning to total equity* (RETE) terhadap kebijakan dividen telah dilakukan di beberapa negara. Namun demikian, hasil penelitian tersebut tidak konsisten an-

tara satu penelitian dengan penelitian yang lain. Hasil penelitian yang dilakukan oleh De Angelo dkk. (2006) menyatakan bahwa *retained earning to total equity* (RETE) dan *retained earning to total asset* (RETA) berpengaruh positif signifikan terhadap probabilitas perusahaan membayar dividen. Hasil penelitian De Angelo dkk. (2006) didukung oleh penelitian Miletic (2015) menunjukkan bahwa perusahaan dengan proporsi laba ditahan tinggi adalah perusahaan yang berada pada tahap *mature* sehingga kemungkinan membayar dividen dalam jumlah yang besar. Miletic (2015) mengatakan bahwa laba ditahan terhadap ekuitas (*retained earning to total equity*) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Dalam penelitian lain menyatakan bahwa RETE berpengaruh positif signifikan terhadap *propensity to pay dividend*, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan JII berada pada tahap *mature* Yulianto dkk. (2016). Penelitian ini diperkuat oleh Denis dan Osobov (2008), Coulton dan Ruddock (2011), Ansary dan Gomaa (2012) yang menyatakan bahwa RETE/RETA berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Kangar louei dkk. (2014) menyatakan bahwa variabel RETE berpengaruh negatif signifikan terhadap probabilitas perusahaan melakukan pembayaran dividen. Sedangkan menurut penelitian yang dilakukan oleh Imayanti (2013) menyatakan bahwa *life cycle* yang diprosikan dengan RETE, tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini konsisten dengan penelitian Paramita (2015) dalam penelitiannya menyatakan bahwa RETE tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Peneliti tertarik untuk menggunakan obyek penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015, karena dilihat dari kontribusi sembilan sektor lapangan usaha Indonesia menunjukkan bahwa sektor industri manufaktur tetap sebagai *the leading sector* yang memberikan sumbangan terbesar dalam pertumbuhan ekonomi Indonesia (BPS tahun 2013-2015).

Tabel 2. Pertumbuhan PDB menurut Lapangan Usaha tahun 2011 – 2015 (Milyaran Rupiah)

Perusahaan	Tahun				
	2011	2012	2013	2014	2015
Manufaktur	1.704.251	1.848.151	2.007.427	2.219.441	2.405.409
Pertambangan	924.813	1.000.308	1.050.746	1.042.901	879.400
Pertanian	1.058.245	1.152.262	1.275.048	1.409.656	1.560.399

Berdasarkan Tabel 2 Data empiris memperlihatkan bahwa kontribusi terbesar bagi pertumbuhan produk domestik bruto (PDB) yaitu perusahaan manufaktur. Meskipun pada perusahaan pertambangan dan pertanian menunjukkan angka yang terus meningkat, namun pada perusahaan manufaktur secara stabil menunjukkan angka tertinggi setiap tahunnya. Pertumbuhan perusahaan manufaktur memegang peran penting sebagai motor dan pilar pertumbuhan ekonomi nasional karena memberikan devisa dari aktivitas ekspor dan kemampuannya dalam menyerap tenaga kerja (BPS tahun 2013-2015).

Penelitian ini juga menambahkan variabel kontrol karakteristik perusahaan yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, TETA, dan *cash balances*. Variabel kontrol ditambahkan dalam penelitian ini karena mengingat pentingnya karakteristik perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen (Aguenaou dkk., 2013). Penelitian ini juga mengadopsi penelitian terdahulu yang menambahkan variabel karakteristik perusahaan dalam penitiannya yaitu De Angelo dkk. (2006), Coulton dan Ruddock (2011), Ansary dan Gomaa (2012), Assani dan Dizaji (2013), Ratmono dan Indriyani (2015) serta Yulianto dkk. (2016).

Adanya kesenjangan dari teori dan inkonsistensi hasil penelitian terdahulu dalam pengujian penerapan *dividend life cycle theory* dalam menjelaskan kebijakan dividen di Indonesia menjadi motivasi penulis untuk melakukan penelitian ini dengan variabel kontrol SIZE, TETA, cashta dan ROE. Namun dalam penelitian ini, ditambahkan siklus hidup perusahaan untuk mengkategorikan perusahaan ke dalam tahap *start-up*, *growth*, *mature* dan *decline*. berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka rumusan masalah dalam penelitian ini yaitu bagaimana pengaruh pengaruh siklus hidup dividen pada tahap *start-up*, *growth*, *mature* dan *decline* terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.

Tujuan penelitian ini yaitu untuk mengetahui pengaruh siklus hidup dividen pada tahap *start-up*, *growth*, *mature* dan *decline* terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.

Pengembangan Hipotesis

Pada tahap awal (*start-up*), perusahaan memiliki volume penjualan awal yang rendah, aset yang terbatas, menderita kerugian akibat adanya *start-up cost*, dan tingkat likuiditas yang rendah. Sebagian besar dana yang dimiliki merupakan dana dari hasil pinjaman, dan *earnings* yang diperoleh perusahaan akan cenderung bernilai negatif, karena perusahaan banyak melakukan pengeluaran

kas untuk pengembangan produk, pengembangan pasar, dan ekspansi kapasitas (Juniarti & Limanjaya, 2005). Aliran kas dari aktivitas operasi perusahaan pada tahap ini diperkirakan rendah bahkan bernilai negatif karena perusahaan masih mencari pangsa pasar dan kemungkinan belum mampu menghasilkan arus kas masuk dari aktivitas operasi yang lebih besar daripada arus kas keluarnya (Juniarti & Limanjaya, 2005). Aliran kas dari aktivitas investasi pada tahap *start-up* diperkirakan bernilai negatif karena perusahaan memerlukan pengeluaran investasi yang sangat besar dalam mengembangkan dan mempertahankan pangsa pasar, serta menciptakan keunggulan bersaing (Susanto & Ekawati, 2006).

Pengeluaran investasi yang besar menyebabkan saldo laba ditahan rendah sehingga dividen yang dibayarkan relatif kecil (Ratmono & Indriyani, 2015). Rasio *retained earning to total equity* (RETE) yang tinggi dapat dihasilkan dari laba di periode-periode sebelumnya yang terakumulasi, dimana perusahaan dengan RETE tinggi cenderung untuk membayar dividen (De Angelo dkk., 2006). Anthony dan Ramesh (1992) menyatakan bahwa pada tahap *start-up* perusahaan akan cenderung melaporkan laba negatif (*negative net income*). Laba yang negatif mengakibatkan rasio *retained earning to total equity* perusahaan pada tahap *start-up* juga cenderung bernilai negatif.

Berdasarkan dari penjelasan yang diperoleh, maka pada tahap *start-up* diharapkan rasio *retained earning to total equity* (RETE) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

H_{a_1} : RETE berpengaruh positif signifikan terhadap kecenderungan perusahaan membagikan dividen pada tahap *start-up*.

Pada tahap *growth*, perusahaan mulai mengalami peningkatan penjualan karena telah mampu memperoleh pangsa pasar. Hal ini menyebabkan adanya peningkatan keuntungan, likuiditas, serta rasio ekuitas terhadap utang, dan perusahaan mulai membayar dividen. Aset dan *earnings* yang diperoleh perusahaan pada tahap ini akan lebih besar dibandingkan dengan tahap sebelumnya (*start-up*).

Perusahaan kemungkinan sudah bisa melakukan pembayaran dividen, walaupun jumlahnya tidak begitu besar, karena kas masih difokuskan untuk keperluan pendanaan (Juniarti & Limanjaya, 2005). Aliran kas dari aktivitas operasi perusahaan pada tahap ini diperkirakan bernilai positif, mengalami peningkatan dari tahap sebelumnya, karena perusahaan sudah berhasil memperoleh pangsa pasar dan peningkatan penjualan (Juniarti & Limanjaya, 2005). Aliran kas dari aktivitas

investasi pada tahap ini cenderung masih bernilai negatif, karena perusahaan masih melakukan pengeluaran investasi yang sangat besar untuk mengembangkan dan mempertahankan pangsa pasar serta menguasai teknologi, seiring dengan kesempatan tumbuh perusahaan yang masih tinggi pada tahap *growth* (Juniarti & Limanjaya, 2005).

Pada tahap *growth* perusahaan masih memiliki kesempatan investasi yang tinggi sehingga cenderung untuk mempertahankan labanya dari pada membayar dividen (De Angelo dkk., 2006). Ratmono dan Indriyani (2015) menyatakan hal yang serupa, pengeluaran investasi yang besar menyebabkan saldo laba ditahan rendah sehingga dividen yang dibayarkan relatif kecil. Rasio *retained earning to total equity* (RETE) yang tinggi dapat dihasilkan dari laba di periode-periode sebelumnya yang terakumulasi, dimana perusahaan dengan RETE tinggi cenderung untuk membayar dividen (De Angelo dkk., 2006).

Berdasarkan dari penjelasan yang diperoleh, maka pada tahap *growth* diharapkan rasio *retained earning to total equity* (RETE) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

H_{a_2} : RETE berpengaruh positif signifikan terhadap kecenderungan perusahaan membagikan dividen pada tahap *growth*.

Tahap ini merupakan puncak penjualan perusahaan seiring dengan semakin kuatnya pangsa pasar yang dimiliki oleh perusahaan, tingkat likuiditas dan aset perusahaan juga mengalami peningkatan. Oleh karena itu, pada tahap *mature* perusahaan diharapkan mampu menghasilkan *earnings* dan aliran kas dari aktivitas operasi yang positif dalam jumlah besar (Juniarti & Limanjaya, 2005).

Perusahaan yang sedang berada dalam tahap *mature* (dewasa) lebih cenderung untuk membayarkan dividen dimana pada tahap ini kesempatan untuk tumbuh sudah rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh sudah. Semakin besar proporsi laba ditahan terhadap total ekuitas (RETE), maka semakin dewasa tahap pertumbuhan perusahaan tinggi (De Angelo dkk., 2006). Berdasarkan dari penjelasan yang diperoleh, maka pada tahap *mature* diharapkan rasio *retained earning to total equity* (RETE) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

H_{a_3} : RETE berpengaruh positif signifikan terhadap kecenderungan perusahaan membagikan dividen pada tahap *mature*.

Perusahaan pada tahap *decline* memiliki kesempatan tumbuh yang terbatas, karena meng-

hadapi persaingan yang semakin tajam, muncul pesaing pendatang baru serta produk pengganti dengan teknologi baru yang lebih efisien, mengakibatkan pangsa pasar potensial semakin sempit. Keterbatasan pangsa pasar ini akan mengakibatkan turunnya penjualan dan *earnings* perusahaan serta menurunnya aliran kas dari aktivitas operasi, bahkan diperkirakan bernilai negatif (Juniarti & Limanjaya, 2005). *Dividend payout* dalam tahap ini juga menurun, karena perusahaan sudah tidak mampu memberikan dividen dengan jumlah yang besar (Gumantri & Puspitasari, 2005).

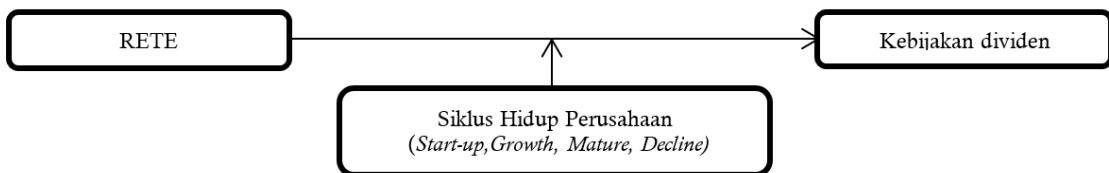
Laba yang negatif mengakibatkan rasio *retained earning to total equity* perusahaan pada tahap *start-up* juga cenderung bernilai negatif. Berdasarkan dari penjelasan yang diperoleh, maka pada tahap *start-up* diharapkan rasio *retained earning to total equity* (RETE) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

H_{a_4} : RETE berpengaruh positif signifikan terhadap kecenderungan perusahaan membagikan dividen pada tahap *decline*.

Dalam penelitian ini menambahkan variabel kontrol ukuran perusahaan, profitabilitas, TETA dan *cash balances*. Variabel kontrol ini dimasukan dalam model regresi karena mengingat pentingnya karakteristik perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen (Aguenaou dkk., 2013). Ukuran perusahaan merupakan skala besar kecilnya perusahaan yang ditentukan oleh beberapa hal antara lain total penjualan, total aktiva, dan rata-rata tingkat penjualan perusahaan (Paramita, 2015). SIZE diharapkan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan (Abiprayu & Wiratama, 2016).

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atas pengelelaan aset perusahaan. Profitabilitas diartikan sebagai gambaran kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan yang diukur dengan ROE (Simanjuntak, & Kiswanto, 2015). Perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung membagikan dividen (Fama & French, 2001).

Total equity to total asset bisa dianggap sebagai komplemen dari *leverage*. TETA bisa merefleksikan *agency costs of debt* (Coulton & Ruddock, 2011). Peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima karena kewajiban untuk membayar bunga dan utang tersebut akan lebih diprioritaskan dari pada membayar dividen (Lapolusi, 2013). Tingkat *cash holding* bisa menunjukkan kesempatan investasi atau kelebihan kas yang seharusnya dibagikan kepada pemegang saham guna mengurangi *agency cost* (Coulton & Ruddock, 2011).

**Gambar 1.** Kerangka Berpikir**METODE**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015 yang berjumlah 154 perusahaan.

Teknik pengambilan sampel adalah *purposive sampling* yang berarti teknik pengambilan sampel dengan mengambil sampel dari populasi berdasarkan kriteria tertentu. Menurut Gumantiri dan Puspitasari (2005) sampel yang telah menuhi kriteria kemudian dihitung rerata pertumbuhan penjualan (*average sales growth*) lima tahun sebelumnya ($t-5$ sampai $t-1$). Selanjutnya perusahaan terpilih diurutkan berdasarkan nilai tertinggi rerata pertumbuhan perjualannya (*average sales growth*) lima tahun terakhir. Setelah

itu perusahaan sampel dikategorikan ke dalam siklus hidup perusahaan (*start-up, growth, mature* dan *decline*).

Dari total perusahaan manufaktur (sebanyak 154 perusahaan) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2011-2015 yang memenuhi kriteria sampel hanya 92 perusahaan. Adapun, metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi dari sumber data sekunder atau berupa data kuantitatif dengan sumber data dari laporan tahunan kinerja keuangan perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di BEI yang dikumpulkan melalui *website* resmi perusahaan dan *idx* yang berhubungan dengan obyek yang diteliti. Selanjutnya untuk mengukur variabel dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3. Definisi Variabel Penelitian

NO	Nama Variabel	Rumus
1	Dependen Variabel kebijakan dividen	$1 = \text{perusahaan membayar dividen}$ $0 = \text{perusahaan tidak membayar dividen}$
2	Independen Variabel Retained Earning to Total Equity (RETE)	
3	Kontrol variabel CASH_TA TETA ROE SIZE Siklus Hidup Perusahaan (Start-up, Growth, Mature, Decline)	$(\text{Assett} - \text{Assett-1})$ $\ln \text{ of market capitalization}$ Rata-rata pertumbuhan penjualan (Average Sales Growth)

Teknik Pengolahan dan Analisis Data Pemilihan Model Estimasi

Penelitian ini menggunakan analisis regresi respon kualitatif yaitu regresi dengan variabel dependen bersifat kualitatif (dikotomis). Ada 3 pendekatan yang digunakan untuk mengestimasi model variabel dependen yang bersifat dikotomis, yaitu pendekatan model probabilitas linier

(*linear probability model*), pendekatan model logit (*logit model*), dan pendekatan model probit (*probit model*).

Uji Asumsi Klasik

Dalam estimasi variabel dependen bersifat kategorikal, uji asumsi klasik yang dilakukan hanya pengujian asumsi multikolinearitas. Asum-

si autokorelasi dan heteroskedastisitas tidak dilakukan sehingga tidak ada error antara estimasi variabel independen dan nilai sebenarnya (Hanri, 2009). Multikolinearitas merupakan pelanggaran asumsi dasar berupa terdapatnya hubungan antara variabel bebas sehingga nilai parameter yang BLUE (*best linear unbiased estimator*) tidak dapat terpenuhi.

Uji Regresi Model

Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi respon kualitatif yaitu menggunakan variabel dummy pada variabel bebasnya. Adapun model regresi adalah sebagai berikut:

Model I

$$\begin{aligned} \text{DIV}_{it} &= \ln \left[\frac{Pi}{1-Pi} \right] \\ &= \alpha_{it} + \beta_1 \text{RETE}_{it} + \beta_2 \text{CASHITA}_{it} + \beta_3 \text{TETA}_{it} \\ &\quad + \beta_4 \text{ROE}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Untuk menguji pengaruh *retained earning to total equity* terhadap kebijakan dividen pada tahap *start-up*.

Model II

$$\begin{aligned} \text{DIV}_{it} &= \ln \left[\frac{Pi}{1-Pi} \right] \\ &= \alpha_{it} + \gamma_1 \text{RETE}_{it} + \gamma_2 \text{CASHITA}_{it} + \gamma_3 \text{TETA}_{it} \\ &\quad + \gamma_4 \text{ROE}_{it} + \gamma_5 \text{SIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Untuk menguji pengaruh *retained earning to total equity* terhadap kebijakan dividen pada tahap *growth*.

Model III

$$\begin{aligned} \text{DIV}_{it} &= \ln \left[\frac{Pi}{1-Pi} \right] \\ &= \alpha_{it} + \lambda_1 \text{RETE}_{it} + \lambda_2 \text{CASHITA}_{it} + \lambda_3 \text{TETA}_{it} \\ &\quad + \lambda_4 \text{ROE}_{it} + \lambda_5 \text{TETA}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Untuk menguji pengaruh *retained earning to total equity* terhadap kebijakan dividen pada tahap *mature*.

Model IV

$$\begin{aligned} \text{DIV}_{it} &= \ln \left[\frac{Pi}{1-Pi} \right] \\ &= \alpha_{it} + \mu_1 \text{RETE}_{it} + \mu_2 \text{CASHITA}_{it} + \mu_3 \text{TETA}_{it} \\ &\quad + \mu_4 \text{ROE}_{it} + \mu_5 \text{SIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Untuk menguji pengaruh *retained earning to total equity* terhadap kebijakan dividen pada tahap *decline*.

Keterangan :

DIV	= Variabel dummy, 1 jika perusahaan membagikan dividen dan 0 jika perusahaan tidak membagikan dividen
α_{it}	= Konstanta
β	= koefisien variabel independen pada tahap <i>Start-up</i>
γ	= koefisien variabel independen pada tahap <i>growth</i>
λ	= koefisien variabel independen pada tahap <i>mature</i>
μ	= koefisien variabel independen pada tahap <i>decline</i>
RETE	= laba ditahan per total ekuitas
Cashta	= kas dibagi total aset perusahaan
TETA	= total ekuitas per total aset
ROE	= profitabilitas perusahaan
SIZE	= ukuran perusahaan
ε_{it}	= eror
i	= subyek (emiten)
t	= waktu (tahun ke-)

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis tentang kemampuan variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen di atas dapat menggunakan alat statistik berupa Eviews 8.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sebelum dilakukan uji hipotesis pada penelitian ini terlebih dahulu dilakukan pemilihan model estimasi yang terdiri dari pendekatan model probabilitas linier (*linear probability model*), pendekatan model logit (*logit model*), dan pendekatan model probit (*probit model*). Dari hasil uji statistik maka pemilihan model dalam penelitian ini yaitu pendekatan model probit pada tahap *start-up* dan model logit pada tahap *growth*, *mature* dan *decline*.

Setelah dilakukan estimasi pemilihan model langkah selanjutnya yaitu melakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji multikolinearitas dan terbukti semua variabel lolos pada uji asumsi klasik, maka dilakukan uji hipotesis. Hasil tersebut digunakan untuk mengetahui kecenderungan perusahaan membayar dividen pada setiap tahapan siklus hidup perusahaan.

Adapun hasil uji hipotesis pada tahap *start-up* dalam penelitian ini secara rinci dapat dilihat pada Tabel 4. Berdasarkan hasil analisis regresi probit pada Tabel 4, maka model persamaan regresi yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$\text{Log } Y = -3.267760 + 0.451499\text{RETE} + 2.532803$
 $\quad \quad \quad \text{CASH_TA} - 0.042935 \text{TETA} +$
 $\quad \quad \quad 0.007655 \text{ROE} + 0.098939 \text{SIZE} + \varepsilon_{it}$

Dari persamaan regresi dapat diketahui bahwa:

Konstanta $\alpha = -3.267760$. Artinya probabilitas sebuah perusahaan dengan RETE, CASH_TA, TETA, ROE dan SIZE nol membayar dividen.

Tabel 4. Hasil Uji Hipotesis Probit Regression Tahap *Start-Up*

Dependent Variable: DIV				
Method: ML - Binary Probit (Quadratic hill climbing)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-3.267760	3.959736	-.825247	.4092
RETE	.451499	.331578	1.361667	.1733
CASH_TA	2.532803	3.708571	.682959	.4946
TETA	-.042935	1.112584	-.038590	.9692
ROE	.007655	.006161	1.242480	.2141
SIZE	.098939	.153870	.643003	.5202
Obs with Dep=0	22	Total obs		35
Obs with Dep=1	13			

Antilog dari koefisien RETE sebesar $0.451499=1.5707$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 1.5707 persen untuk setiap unit perubahan RETE.

Antilog dari koefisien CASH_TA sebesar $2.532803=12.5887$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 12.5887 persen untuk setiap unit perubahan CASH_TA.

Antilog dari koefisien TETA sebesar $-0.042935 = 0.9580$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai turun sebesar 0.9580 persen untuk setiap unit perubahan TETA.

Antilog dari koefisien ROE sebesar $0.007655=1.0077$. Hal ini berarti, jika variabel

lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 1.0077 persen untuk setiap unit perubahan ROE.

Antilog dari koefisien SIZE sebesar $0.098939=1.1040$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 1.1040 persen untuk setiap unit perubahan SIZE.

Selanjutnya, adapun hasil uji hipotesis pada tahap *growth* dalam penelitian ini secara rinci dapat dilihat pada Tabel 5. Berdasarkan hasil analisis logit regresi pada Tabel 5 tersebut, maka model persamaan regresi yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Log } Y = -11.07413 + 0.146526 \text{ RETE} + 6.908528 \text{ CASH_TA} + 0.745764 \text{ TETA} + 0.052159 \text{ ROE} + 0.356560 \text{ SIZE} + \varepsilon_{it}$$

Tabel 5. Hasil Uji Hipotesis Logit Regression Tahap *Growth*

Dependent Variable: DIV				
Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-11.07413	4.667914	-2.372394	.0177
RETE	.146526	.226946	.645643	.5185
CASH_TA	6.908528	5.159414	1.339014	.1806
TETA	.745764	1.249472	.596863	.5506
ROE	.052159	.023743	2.196773	.0280
SIZE	.356560	.174058	2.048517	.0405
Obs with Dep=0	30	Total obs		74
Obs with Dep=1	44			

Dari persamaan regresi dapat diketahui bahwa:

Konstanta $\alpha = -11.07413$. Artinya probabilitas sebuah perusahaan dengan RETE, CASH_TA, TETA, ROE dan SIZE nol membayar dividen.

Antilog dari koefisien RETE sebesar $0.146526 = 1.1578$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 1.1578 persen untuk setiap unit perubahan RETE.

Antilog dari koefisien CASH_TA sebesar $6.908528 = 1000.77302$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 1000.77302 persen untuk setiap unit perubahan CASH_TA.

Antilog dari koefisien TETA sebesar $0.745764 = 2.1080$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 2.1080 persen untuk setiap unit perubahan TETA.

Antilog dari koefisien ROE sebesar $0.052159 = 1.0535$. Hal ini berarti, jika varia-

bel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 1.0535 persen untuk setiap unit perubahan ROE.

Antilog dari koefisien SIZE sebesar $0.356560 = 1.4284$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 1.4284 persen untuk setiap unit perubahan SIZE.

Selanjutnya, adapun hasil uji hipotesis pada tahap *mature* dalam penelitian ini secara rinci dapat dilihat pada Tabel 6. Berdasarkan hasil analisis logit regresi pada Tabel 6 tersebut, maka model persamaan regresi yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Log } Y = -22.35784 + 0.905552 \text{ RETE} + 4.109402 \text{ CASH_TA} + 3.592274 \text{ TETA} + 0.000476 \text{ ROE} + 0.741756 \text{ SIZE} + \varepsilon_{it}$$

Dari persamaan regresi dapat diketahui bahwa:

Konstanta $\alpha = -22.35784$. Artinya probabilitas sebuah perusahaan dengan RETE, CASH_TA, TETA, ROE dan SIZE nol membayar dividen.

Tabel 6. Hasil Uji Hipotesis Logit Regression Tahap *Mature*

Dependent Variable: DIV				
Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-22.35784	3.680483	-6.074704	.0000
RETE	.905552	.301808	3.000429	.0027
CASH_TA	4.109402	2.788992	1.473436	.1406
TETA	3.592274	1.088994	3.298708	.0010
ROE	.000476	.003564	.133571	.8937
SIZE	.741756	.132345	5.604725	.0000
Obs with Dep=0	91	Total obs		
Obs with Dep=1	145			

Antilog dari koefisien RETE sebesar $0.905552 = 2.4733$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 2.4733 persen untuk setiap unit perubahan RETE.

Antilog dari koefisien CASH_TA sebesar $4.109402 = 60.9103$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 60.9103 persen untuk setiap unit perubahan cash_ta.

Antilog dari koefisien TETA sebesar $3.592274 = 36.3166$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds per-

sahaan membayar dividen tunai naik sebesar 36.3166 persen untuk setiap unit perubahan TETA.

Antilog dari koefisien ROE sebesar $0.000476 = 1.0005$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 1.0005 persen untuk setiap unit perubahan ROE.

Antilog dari koefisien SIZE sebesar $0.741756 = 2.0996$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 2.0996 persen untuk setiap unit perubahan SIZE.

Tabel 7. Hasil Uji Hipotesis Logit Regression Tahap Decline

Dependent Variable: DIV				
Method: ML - Binary Logit (Quadratic hill climbing)				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-19.34155	4.382628	-4.413231	.0000
RETE	.086076	.123645	.696152	.4863
CASH_TA	4.987654	2.094212	2.381638	.0172
TETA	1.262796	1.116701	1.130827	.2581
ROE	-.002791	.007223	-.386354	.6992
SIZE	.663217	.156351	4.241861	.0000
Obs with Dep=0	66	Total obs		115
Obs with Dep=1	49			

Selanjutnya, adapun hasil uji hipotesis pada tahap *decline* dalam penelitian ini secara rinci dapat dilihat pada Tabel 7. Berdasarkan hasil analisis logit regresi pada Tabel 7 tersebut, maka model persamaan regresi yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Log Y} = -19.34155 + 0.086076 \text{ RETE} + \\ 4.987654 \text{ CASH_TA} + 1.262796 \\ \text{TETA} - 0.002791 \text{ ROE} + 0.663217 \\ \text{SIZE} + \varepsilon_t$$

Dari persamaan regresi dapat diketahui bahwa:

Konstanta $\alpha = -19.34155$. Artinya probabilitas sebuah perusahaan dengan RETE, CASH_TA, TETA, ROE dan SIZE nol membayar dividen.

Antilog dari koefisien RETE sebesar $0.086076 = 1.0898$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 1.0898 persem untuk setiap unit perubahan RETE.

Antilog dari koefisien CASH_TA sebesar $4.987654 = 146.5921$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 146.5921 persen untuk setiap unit perubahan CASH_TA.

Antilog dari koefisien TETA sebesar $1.262796 = 3.5353$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 3.5353 persen untuk setiap unit perubahan TETA.

Antilog dari koefisien ROE sebesar $-0.002791 = 0.9972$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai turun sebesar 0.9972 persen untuk setiap unit perubahan ROE.

Antilog dari koefisien SIZE sebesar $0.663217 = 1.9410$. Hal ini berarti, jika variabel lainnya dianggap konstan, maka odds perusahaan membayar dividen tunai naik sebesar 1.9410 persen untuk setiap unit perubahan SIZE.

Uji signifikansi variabel independen pada tahap *start-up*, *growth*, *mature* dan *decline* dapat dijelaskan sebagai berikut:

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengaruh RETE terhadap Kebijakan dividen Tahap Start-Up

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *Retained Earning to Total Equity (RETE)* pada perusahaan manufaktur di BEI pada tahap *start-up* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di BEI. Hal ini dibuktikan dengan nilai prob 0.1733 lebih besar dari *significance level* 5% atau 0.5 dapat dilihat Tabel 8. Dengan demikian menolak hipotesis alternatif pertama (H_a) yaitu *retained earning to total equity* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil penelitian dan analisis yang diperoleh, besarnya pengaruh yang ditunjukkan oleh McFadden R-squared pada tahap *start-up* sebesar 0.124458 sehingga dapat dikatakan bahwa sebesar 12.45% perubahan kecenderungan perusahaan membayar dividen dipengaruhi oleh RETE, TETA, CASH_TA, ROE, dan SIZE.

Tabel 8. Hubungan RETE terhadap Kebijakan Dividen

No.	Hipotesis	Tahap	Pernyataan	Koefisien	Keputusan $\alpha = 5\%$
1	Hipotesis alternatif (Ha)	Start-Up	<i>Retained earning to total equity</i> dipengaruhi oleh kebijakan dividen dengan hubungan positif	.451499 (.1733)	Ditolak
2		Growth		.645643 (.5185)	Ditolak
3		Mature		3.0000429 (.0027)	Diterima
4		Decline		.696152 (.4863)	Ditolak

Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang membagikan dividen pada tahap *start-up* tidak dipengaruhi secara signifikan oleh besarnya *retained earning to total equity* perusahaan. Hal ini dikarenakan, karakteristik perusahaan pada tahap awal (*start-up*), yaitu perusahaan memiliki volume penjualan awal yang rendah, menderita kerugian akibat adanya *start-up cost*, dan tingkat likuiditas yang rendah, karena sebagian dana adalah pinjaman (Yendrawati & Pratiwi, 2014). Sebagian besar dana yang dimiliki merupakan dana dari hasil pinjaman, dan *earnings* yang diperoleh perusahaan akan cenderung bernilai negatif, karena perusahaan banyak melakukan pengeluaran kas untuk pengembangan produk, pengembangan pasar, dan ekspansi kapasitas (Juniarti & Limanjaya, 2005).

Cahyaningdyah dan Ressany (2012) menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif pada kebijakan investasi terhadap kebijakan dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin terbuka kesempatan investasi semakin kecil dividen yang dibayarkan sebab dana yang dimiliki digunakan untuk memperoleh kesempatan investasi. Hal ini akan mendorong perusahaan untuk mendapatkan dana yang besar seiring dengan tingginya kesempatan tumbuh perusahaan (*growth opportunities*) pada tahap *start-up*.

Pengeluaran investasi yang besar menyebabkan saldo laba ditahan rendah sehingga dividen yang dibayarkan relatif kecil (Ratmono & Indriyani, 2015). Anthony dan Ramesh (1992) menyatakan bahwa pada tahap *start-up* perusahaan akan cenderung melaporkan laba negatif (*negative net income*). Laba yang negatif mengakibatkan rasio *retained earning to total equity* perusahaan pada tahap *start-up* juga cenderung bernilai negatif. Hal ini dibuktikan dengan rata-rata RETE pada tahap *start-up* bernilai negatif yaitu -0.047252, yang bermakna bahwa 100 kali dana dari total ekuitas digunakan untuk investasi.

Pengaruh RETE terhadap Kebijakan dividen Tahap Growth

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *Retained Earning to Total Equity (RETE)* pada perusahaan manufaktur di BEI pada tahap *growth* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di BEI. Hal ini dibuktikan dengan nilai prob 0.5185 lebih besar dari *significance level* 5% atau 0.5 dapat dilihat Tabel 8. Dengan demikian menolak hipotesis alternatif kedua (H_a_2) yaitu *retained earning to total equity* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Nilai McFadden R-squared pada tahap *growth* sebesar 0.318651 sehingga dapat dikatakan bahwa sebesar 31.86% perubahan kecenderungan perusahaan membayar dividen dipengaruhi oleh RETE, TETA, CASH_TA, ROE, dan SIZE.

Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang membagikan dividen pada tahap *growth* tidak dipengaruhi secara signifikan oleh besarnya *retained earning to total equity* perusahaan. Hal ini dikarenakan, karakteristik perusahaan pada tahap pertumbuhan (*growth*), yaitu perusahaan mulai mengalami peningkatan penjualan karena telah mampu memperoleh pangsa pasar. Hal ini menyebabkan adanya peningkatan keuntungan, likuiditas, serta rasio ekuitas terhadap utang, dan perusahaan mulai membayar dividen. Aset dan *earnings* yang diperoleh perusahaan pada tahap ini akan lebih besar dibandingkan dengan tahap sebelumnya (*start-up*). Perusahaan kemungkinan sudah bisa melakukan pembayaran dividen, walaupun jumlahnya tidak begitu besar, karena kas masih difokuskan untuk keperluan pendanaan (Juniarti & Limanjaya, 2005).

Nilai rata-rata RETE pada tahap *growth* sebesar 0.526937, yang bermakna bahwa 0.48 kali dana dari total ekuitas digunakan untuk investasi. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan pada tahap *growth* masih memiliki kesempatan investasi yang tinggi sehingga cenderung untuk mempertahankan labanya daripada membayar dividen (De Angelo dkk., 2006).

Pengaruh RETE terhadap Kebijakan dividen

Tahap *Mature*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *Retained Earning to Total Equity (RETE)* pada perusahaan manufaktur di BEI pada tahap *mature* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di BEI. Hal ini dibuktikan dengan nilai prob 0.0028 lebih kecil dari *significance level* 5% atau 0.5 dapat dilihat Tabel 8. Dengan demikian dapat disimpulkan hipotesis alternatif ketiga (H_{a_3}) diterima yaitu *retained earning to total equity* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Nilai McFadden R-squared pada tahap *mature* sebesar 0.467422 sehingga dapat dikatakan bahwa sebesar 46.74% perubahan kecenderungan perusahaan membayar dividen dipengaruhi oleh RETE, TETA, CASH_TA, ROE, dan SIZE.

Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang membagikan dividen pada tahap *mature* dipengaruhi secara signifikan oleh besarnya *retained earning to total equity* perusahaan. Dividen menjadi salah satu faktor penting bagi investor dalam membuat keputusan investasi. Pemilihan saham-saham yang memberikan keuntungan dividen kepada investor menjadi salah satu strategi yang menguntungkan, dengan seperti itu investor mampu melihat seberapa kemampuan perusahaan melalui pembagian dividen tunai.

Semakin *mature* perusahaan maka semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Hasil ini sesuai dengan teori *life cycle dividend* (teori siklus hidup dividen) yang mengemukakan bahwa perusahaan yang berada dalam tahap siklus *mature*, maka kemungkinan membayar dividen dalam jumlah yang besar (De Angelo dkk. (2006), Miletic (2015), Ratmono dan Indriyani (2015) Yulianto dkk. (2016)).

Pengaruh RETE terhadap Kebijakan dividen

Tahap *decline*

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *Retained Earning to Total Equity (RETE)* pada perusahaan manufaktur di BEI pada tahap *decline* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di BEI. Hal ini dibuktikan dengan nilai prob 0.4863 lebih besar dari *significance level* 5% atau 0.5 dapat dilihat Tabel 8. Dengan demikian menolak hipotesis alternatif keempat (H_{a_4}) yaitu *retained earning to total equity* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan nilai McFadden R-squared pada tahap *decline* sebesar 0.264930 sehingga dapat dikatakan bahwa sebesar 26.49% perubahan kecenderungan perusahaan membayar dividen dipengaruhi oleh RETE, TETA, CASH_TA, ROE, dan SIZE.

Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan yang membagikan dividen pada tahap *start-*

up tidak dipengaruhi secara signifikan oleh besarnya *retained earning to total equity* perusahaan. Hal ini dikarenakan, karakteristik perusahaan pada tahap penurunan (*decline*), yaitu memiliki kesempatan tumbuh yang terbatas, karena menghadapi persaingan yang semakin tajam, muncul pesaing pindat baru serta produk pengganti dengan teknologi baru yang lebih efisien, mengakibatkan pangsa pasar potensial semakin sempit. Keterbatasan pangsa pasar ini akan mengakibatkan turunnya penjualan dan *earnings* perusahaan serta menurunnya aliran kas dari aktivitas operasi, bahkan diperkirakan bernilai negatif (Juniarti & Limanjaya, 2005). *Dividend payout* dalam tahap ini juga menurun, karena perusahaan sudah tidak mampu memberikan dividen dengan jumlah yang besar (Gumantri & Puspitasari (2005)).

Salah satu keputusan yang dihadapi manajer keuangan yaitu berhubungan dengan keputusan dividen. Penetapan jumlah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan akan menentukan besarnya *retained earning* yang tersisa untuk pemenuhan dana kebutuhan investasi perusahaan. Perusahaan manufaktur di Indonesia pada tahun 2011-2015 menerapkan kebijakan dividen berdasarkan *dividend life cycle theory*. Dimana perusahaan manufaktur dalam keputusan pembayaran dividen dilakukan secara signifikan pada tahap *mature*. Penelitian ini didukung kuat akan adanya asumsi informasi *dividend life cycle theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan proporsi laba ditahan tinggi adalah perusahaan yang berada pada tahap *mature*, dan kemungkinan membayar dividen dalam jumlah yang besar (De Angelo dkk. (2006), Miletic (2015), Ratmono dan Indriyani (2015), Yulianto dkk. (2016)).

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan pengujian yang dilakukan diketahui bahwa pengaruh *Retained earning to total equity* (RETE) mempunyai hubungan positif dan tidak signifikan pada tahap *start-up* terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Indonesia periode 2011-2015. *Retained earning to total equity* (RETE) mempunyai hubungan positif dan tidak signifikan pada tahap *growth* terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Indonesia periode 2011-2015. *Retained earning to total equity* (RETE) mempunyai hubungan positif dan signifikan pada tahap *mature* terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Indonesia periode 2011-2015. Semakin tinggi *retained earning* perusahaan maka semakin *mature* perusahaan dan semakin banyak jumlah dividen yang dibagikan. *Retained earning to total equity* (RETE) mempunyai hubungan positif dan tidak signifikan pada tahap *decline* terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Indonesia periode 2011-2015.

DAFTAR PUSTAKA

- Abiprayu, K. B & Wiratama, B. 2016. Does CEO's Hubris Affecting Dividends Payout?. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 7 (1): 66-75.
- Anita, A & Yulianto, A. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*. 5 (1): 17-23.
- Ansary, O. El & Gomaa, T. 2012. The Life Cycle Theory of Dividends: Evidence from Egypt. *International Research Journal of Finance and Economics- Issue*. 97.
- Anthony, J. H & Ramesh, K. 1992. Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life-Cycle Hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*. 15: 203-227.
- Ayuningtyas, M. N. 2010. Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Dividend Payout dalam Kaitannya dengan Siklus Hidup Perusahaan. *Skripsi*. Surakarta: Fakultas Ekonomi USM.
- Bradley, M., Dennis, R. C & Paul J. S. 1998. Dividend Policy and Cash Flow Uncertainty. *Real Estate Economics*. 26 (4): 555 - 580.
- Cahyaningdyah, D & Ressany, Y. D. 2012. Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 3 (1): 20-28.
- Coulton, J. J & Ruddock, C. 2011 . Corporate Payout Policy in Australia and a Test of the Life-Cycle Theory. *Accounting Finance*. 51: 381 – 407.
- De Angelo, H., De Angelo, L & Stulz, R. 2006. Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*. 81: 227–254.
- Denis, D. J & Osobov, I. 2008. Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on The Determinants of Dividends 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- 43.
- Gup, B. E & Agrrawal, P. 1996. The Product Life Cycle: A Paradigm for Understanding Financial Management. *Financial Practice and Education*. Fall/Winter. 41-48.
- 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.
- Juniarti & Limanjaya, R. 2005. Mana yang Lebih Memiliki Value-Relevant: Net Income atau Cash Flows (Studi Terhadap Siklus Hidup Organisasi). *Jurnal Akuntansi & Keuangan*. 7 (1): 22-42.
- Kangar louei, S. J., Hasanzadeh, A & Motavassell, M. 2014. Life-Cycle Theory, Free Cash Flow and Dividend Policy in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Commerce & Accounting Research*. 3 (1).
- Miletic, M. 2015. Applicability of the Firm Life Cycle Theory of Dividends on Creation Capital Market. *The 2015 WEI International Academic Conference Proceedings*. 31-37.
- Murhadi, W. R. 2008. Studi Kebijakan Deviden: Analisis dan Dampaknya terhadap Harga Saham. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. 10 (1): 1-17.
- Paramita, R. A. S. 2015. Free Cash Flow, Leverage, Besaran dan Siklus Hidup Perusahaan: Bukti Kebijakan Deviden di Indonesia. *Journal of Research in Economics and Management*. 15 (1): 169-181.
- Putri, P. A. D & Putra I. N. W. A. 2017. Pengaruh Free Cash Flow Perusahaan di Tahap Growth dan Mature pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. 20 (1): 87-115.
- Ratmono, D & Indriyani, D. 2015. Determinan Kebijakan Dividen Perusahaan: Pengujian terhadap Teori Siklus Hidup. *Jurnal Dinamika Akuntasi*. 7 (1): 52-62.
- Sari, E. L & Wijayanto, A. 2015. Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Risiko sebagai Variabel Mediasi. *Management Analysis Journal*. 4 (4): 281-291.
- Sari, O. T. 2013. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*. 2 (2): 1-7.
- Simanjuntak, D & Kiswanto. 2015. Determinan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia tahun 2011-2013. *Jurnal Dinamika Akuntansi*. 7 (2): 150-160.
- Susanto, S & Ekawati, E. 2006. Relevansi Nilai Informasi Laba dan Aliran Kas terhadap Harga Saham dalam Kaitannya dengan Siklus Hidup Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*. 1-21.
- Yendrawati, R & Pratiwi, R. S. I. 2014. Relevansi Nilai Informasi Laba dan Arus Kas terhadap Harga Saham. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 5 (2): 160-170.
- Yulianto, A., Slamet, A & Rachmawati, E. 2016. Pengujian Life-Cycle Theory of Dividends di Indonesia. *The 2nd Indonesian Finance Association Conference Proceeding*. 387-402.
- www.bps.go.id. Perkembangan Indeks Produksi Industri Manufaktur 2011-2015 (diakses pada tanggal 20 Maret 2017).
- www.idx.co.id. Laporan Keuangan Tahunan yang di audit pada tahun 2010-2015 (diakses pada tanggal 15 Maret 2017).