

GOOD CORPORATE GOVERNANCE, ANALYST COVERAGE, DAN TAHAPAN DAUR HIDUP TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Werner R. Murhadi

Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya, email: werner@ubaya.ac.id

Liliana Inggrit Wijaya

Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya, email: liliana@ubaya.ac.id

Abstract

This research objective is to observe the influences of good corporate governance, *analyst coverage*, company life cycle, investment opportunities set, size, and profitability towards the dividend policy. This study employs the corporate data from Indonesian Stock Exchange during 2005-2008 and weighted least square methods. The latest sample is 279 years of observation. The result shows that only life cycle stage of the company and its profitability are influential towards the dividend policy. The findings show that the relationship between the good corporate governance is consistent with the hypothesis but not significant.

Keywords: corporate governance, analyst coverage, daur hidup, set kesempatan investasi

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh *good corporate governance*, *Analyst coverage*, tahapan daur hidup perusahaan, set kesempatan investasi, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Penelitian menggunakan data perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2008. Penelitian menggunakan metode *weighted least square*. Sample akhir penelitian adalah sebesar 279 tahun observasi. Hasil penelitian menunjukkan hanya tahapan daur hidup perusahaan dan profitabilitas yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Temuan penelitian juga menunjukkan bahwa arah hubungan dari elemen *good corporate governance* konsisten dengan hipotesis tetapi tidak signifikan. Sedangkan *analyst coverage* menunjukkan arah yang berlawanan dengan hipotesis dan tidak signifikan.

Kata kunci: corporate governance, analyst coverage, daur hidup, set kesempatan investasi

JEL Classification: G3, G30, G34

1. Latar Belakang

Kebijakan dividen yang dilakukan oleh suatu perusahaan telah menarik minat para ahli ekonomi. Penelitian sebelumnya dengan hasil yang tidak konsisten dan model teori yang saling bertentangan dalam menjelaskan perilaku perusahaan dalam membuat kebijakan dividen, mendorong dilakukannya penelitian yang intensif (Frankurter dan Wood). Brickley (1983) menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan suatu area yang masih kontroversi. Selain itu, penelitian tentang dividen masih belum mampu memecahkan masalah mengapa perusahaan membayar dividen dan apa yang mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen. Brealey dan Myers (2003) memasukkan kontroversi dividen ke dalam “*10 unsolved problems in finance*”. Sementara itu Fama dan French (2001) menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan suatu “enigma/teka-teki” dan banyak perusahaan yang tidak mampu menjelaskan mengapa perusahaan tersebut membayar dividen?

Di negara maju seperti Amerika Serikat, perdebatan mengenai kebijakan dividen berfokus pada mengapa perusahaan membayar dividen? Padahal diketahui bahwa pembayaran dividen akan dikenakan tariff pajak yang tinggi. Untuk negara dengan perlindungan terhadap investor yang relatif lemah, maka pertanyaan mengenai kebijakan pembayaran dividen semakin relevan.

Teori keagenan menyatakan bahwa pemegang saham public (*outsider*) memiliki preferensi yang lebih tinggi terhadap dividen daripada laba ditahan (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986, Myers, 2000). Preferensi terhadap dividen ini akan semakin tinggi pada negara-negara berkembang yang kurang memiliki perlindungan terhadap investor, terutama bila pemegang saham outsider mempersepsikan terdapatnya risiko yang akan dilakukan oleh pihak pemegang saham insider. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (LLSV, 2000) menunjukkan bahwa kebijakan pembayaran dividen adalah rata-rata tinggi pada negara yang memiliki perlindungan yang kuat bagi pemegang saham minoritas. Temuan ini dinyatakan oleh LLSV (2000) sebagai model dividen berdasarkan teori keagenan dengan menggunakan argumen “*outcome*” dimana dividen akan semakin meningkat sebagai akibat permintaan para pemegang saham minoritas untuk mencegah terjadinya penyalahgunaan oleh pemegang saham mayoritas. Peraturan yang melindungi kepentingan investor merupakan factor penting untuk mencegah penyalahgunaan, pada tingkat perusahaan praktik tatakelola yang baik (*good corporate governance* - GCG) memberikan perlindungan yang sama terhadap pemegang saham minoritas meskipun praktik GCG tersebut sangat bervariasi antar perusahaan dalam suatu Negara (Mitton, 2004).

Berdasarkan pada pemikiran di atas maka penelitian ini akan meneliti pengaruh *good corporate governance* terhadap kebijakan dividen (Kanagaretman, Lobo dan Whalen, 2007; Hanazaki dan Liu, 2006; Mitton, 2004; Gugler, 2003; Gugler dan Yurtoglu, 2003). Selain itu penelitian ini juga memasukkan variabel set kesempatan investasi, tahapan daur hidup perusahaan, *Analyst coverage*, ukuran perusahaan dan profitabilitas dalam pengaruhnya terhadap dividen. Penggunaan variabel set kesempatan investasi terhadap dividen dikarenakan set kesempatan investasi yang tinggi akan berdampak negatif terhadap dividen yang dibayarkan (Murhadi, 2007; Ho et al, 2004; Megginson, 1997; Gaver dan Gaver, 1993; Smith dan Watts, 1992). Pada perusahaan yang sedang mengalami proses pertumbuhan akan membutuhkan dana pengembangan dalam jumlah besar, sehingga cenderung untuk tidak membagikan dividen. Hal ini berbeda dengan perusahaan yang telah memasuki tahapan matang (Murhadi, 2007; De Angelo et al, 2006; Fama dan French, 2001; Senchak dan Lee, 1980). Dividen seringkali berfungsi sebagai sinyal mengenai kondisi keuangan perusahaan, namun perusahaan yang kerap dianalisis oleh analis pasar modal akan mengurangi fungsi dividen sebagai sinyal (Sun, 2009; Dyck, morse dan Zingales, 2006; Graham, Harvey dan Rajgopal, 2005). Masuknya variable ukuran perusahaan, karena beberapa penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan skala besar cenderung untuk membagikan dividen lebih besar dari pada perusahaan kecil (Murhadi, 2007; Skinner, 2006; Fuller dan Goldstein, 2005; Jacob dan Ma, 2004; Mitton, 2004; Lewellen, 2004; Allen dan Michaely, 2002; dan Gaver dan Gaver, 1993). Sedangkan profitabilitas dimasukkan sebagai factor yang mempengaruhi pembayaran dividen karena dengan profit yang tinggi maka dimungkinkan terbentuknya residual profit yang dapat digunakan untuk pembayaran dividen (Megginson, 1997; Skinner, 2006; dan DeAngelo, DeAngelo dan Skinner, 2002).

2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Pada bagian ini akan disajikan telaah literatur baik berupa kajian teori maupun penelitian empiris yang akan dijadikan landasan teori dalam membangun model konseptual penelitian dan mengembangkan hipotesis.

2.1. Penelitian Empiris Hubungan antara *Good Corporate Governance* dan Dividen

Bila dividen berfungsi sebagai cara bagi manajer untuk memberikan penanda mengenai komitmen manajemen pada penciptaan nilai dimasa yang akan datang, maka tidak perlu membayar dividen dalam jumlah besar, dimana komitmen kepada nilai pemegang saham akan dijamin melalui mekanisme tata kelola perusahaan yang baik (GCG). Laporta *et al.* (2000) menyebut hal ini sebagai argumen substitusi. Berdasarkan pada argumen substitusi, pembayaran dividen dapat berdampak pada pengurangan biaya keagenan dengan memaksa perusahaan untuk

bertindak sesuai dengan disiplin pasar modal. Dengan mekanisme GCG akan secara efektif mengawasi manajemen, sehingga perusahaan dapat mengurangi fungsi dividen sebagai penanda dengan membayar lebih sedikit dividen (Han *et al.*, 1999).

Banyak penelitian yang menyimpulkan bahwa dividen dapat berfungsi sebagai signal dari perusahaan kepada investor publik mengenai kondisi perusahaan. Namun diakui pula bahwa pembayaran dividen itu membutuhkan pendanaan yang besar, dan sekali dividen dibayarkan maka sulit bagi perusahaan untuk mengurangi besarnya dividen yang dibayarkan karena bila hal ini terjadi maka investor akan merespon negative. Bila dividen berfungsi sebagai cara bagi manajer untuk memberikan penanda mengenai komitmen manajemen pada penciptaan nilai dimasa yang akan datang, maka tidak perlu membayar dividen dalam jumlah besar. Komitmen kepada nilai pemegang saham akan dijamin melalui mekanisme tata kelola perusahaan yang baik (GCG). Laporta *et al.* (2000) menyebut hal ini sebagai argumen substitusi. Berdasarkan pada argumen substitusi, pembayaran dividen dapat berdampak pada pengurangan biaya keagenan dengan memaksa perusahaan untuk bertindak sesuai dengan disiplin pasar modal. Dengan mekanisme GCG akan secara efektif mengawasi manajemen, sehingga perusahaan dapat mengurangi fungsi dividen sebagai penanda dengan membayar lebih sedikit dividen (Kanagaretman, Lobo dan Whalen, 2007; John dan Knyazeva, 2006; Han *et al.*, 1999). Kanagaretman, Lobo dan Whalen (2007) melakukan penelitian untuk menguji GCG dengan informasi yang asimetris pada saat pengumuman *earning*. Penelitian menggunakan sampel 1069 pengumuman *earning* selama tahun 2000, dengan menggunakan OLS. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan GCG menunjukkan informasi asimetris yang semakin berkurang sehingga akan mengurangi masalah keagenan dan mengurangi fungsi dividen sebagai signal. Penelitian lain dilakukan oleh John dan Knyazeva (2006) mengenai hubungan GCG, teori keagenan dan dividen.

Penelitian menggunakan sampel 9.270 tahun observasi dengan periode pengamatan tahun 1993-2003, dimana GCG diukur dengan menggunakan Investor Responsibility Research Center (IRRC). Penelitian ini menggunakan model logit. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki GCG cenderung untuk membayar dividen dalam jumlah yang lebih sedikit. Hal ini disebabkan perusahaan yang menjalankan GCG akan berdampak pada berkurangnya biaya keagenan terhadap aliran kas bebasnya. Mitton (2004) melakukan penelitian mengenai GCG dan dividen di negara berkembang. Penelitian menggunakan sampel 365 perusahaan yang tersebar di 19 negara selama tahun 2002. Penelitian ini menggunakan metode Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) untuk menguukur praktik penerapan GCG. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hubungan GCG dan dividen adalah positif terutama pada negara-negara yang memiliki perlindungan pada investor. Temuan ini juga menyatakan tingkat GCG dan perlindungan investor adalah komplementer daripada substitusi.

Corporate Governance merupakan mekanisme yang dikembangkan dalam rangka meningkatkan kinerja perusahaan dan perilaku pihak manajemen. Beberapa mekanisme GCG meliputi keberadaan komisaris independen, keberadaan komite audit, tidak terdapatnya CEO *duality*, tidak terdapatnya *Top share (controlling shareholder)*, dan keberadaan koalisi pemegang saham lainnya dalam rangka menghadapi *controlling shareholder*. Selanjutnya dibawah ini akan dibahas secara ringkas mengenai mekanisme GCG tersebut.

- a. Keberadaan Komisaris Independen. Klein (2002) menemukan bahwa *board of director* dari pihak independen dapat lebih efektif dalam melakukan pengawasan. Hal ini juga dinyatakan oleh Cornett *et al.* (2008) dimana kinerja operasi dan *stock return* bertambah baik dengan semakin meningkatnya komisaris independen. Sementara itu, Chen *et al.* (2006) juga menemukan bahwa karakteristik dari *board* seperti independensi, jumlah pertemuan dan masa jabatan dari *board* berhubungan dengan tingkat *fraud* dalam suatu perusahaan. Sedangkan Liu dan Lu (2007) menyatakan bahwa struktur *board* tidak hanya bertindak sebagai mekanisme kontrol dalam proses pembuatan laporan keuangan, tetapi juga dapat

mencegah *controlling shareholder* untuk melakukan aktivitas yang dapat merugikan kepentingan pemegang saham lainnya. Di Indonesia (Siregar dan Utama, 2008), sistem yang ada dalam perusahaan menggunakan *two tier system* dimana terdapat dewan komisaris dan dewan direksi. Fungsi dari dewan komisaris adalah mengawasi pelaksanaan dari dewan direksi. Untuk mencegah kerugian pada pihak pemegang saham minoritas maka BAPEPAM menuntut bahwa 30% dari jumlah dewan komisaris haruslah independen dari perusahaan dan pemegang saham mayoritas.

- b. Keberadaan Komite Audit. Klein (2002) juga menemukan bahwa keberadaan komite audit akan mengurangi terjadinya praktik *earning management*. Di Indonesia, penelitian yang dilakukan oleh Parulian (2004) dalam Siregar dan Utama (2008) mengemukakan terdapatnya hubungan negatif antara *discretionary accrual* dengan adanya komite audit. Klein (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki komite audit akan menghambat perilaku *earnings management* oleh pihak manajemen. Hal ini didukung pula oleh penelitian lain yang dilakukan Jaggi dan Leung (2007) menunjukkan bahwa komite audit sangat berperan dalam mengurangi *earnings management* pada perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi. Lin (2006) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh keberadaan komite audit dengan *earnings management* yang menunjukkan terdapatnya hubungan negatif, dimana komite audit dapat mengurangi perilaku *earnings management* yang dilakukan oleh pihak manajemen.
- c. *Top Share*. Liu dan Zu (2007) melakukan penelitian pengaruh GCG terhadap *earnings management*, dimana salah satu pengukuran GCG diwakili oleh *Top Share* yakni pemegang saham mayoritas yang menjadi pemegang saham pengendali (*Controlling shareholder*). Terdapatnya pemegang saham mayoritas yang menjadi pemegang saham pengendali akan mendorong terjadinya *expropriate* terhadap pemegang saham minoritas. Beberapa Laporan Corporate Governance seperti dari McKensey, S&P maupun CLSA menunjukkan bahwa semakin terdispersi kepemilikan saham suatu perusahaan akan mendorong semakin baiknya penerapan GCG dalam perusahaan. Claessen *et al.* (2000) dan Fan dan Wong (2001) membuktikan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi khususnya pada satu pemilik akan menyebabkan praktik GCG dalam perusahaan menjadi buruk, sehingga akan meningkatkan praktik *earnings management*.
- d. Koalisi Pemegang Saham. Keberadaan *controlling shareholder* akan mendorong terjadinya pengayaahgunaan oleh pemegang saham mayoritas dan merugikan pemegang saham lainnya. Namun pemegang saham lainnya dapat melakukan koalisi dalam rangka melawan *controlling shareholder*. Liu dan Zu (2007) menggunakan pendekatan yang sama seperti yang dilakukan oleh Zingales (1995) yakni menggunakan variabel koalisi pemegang saham diluar *controlling shareholder* dengan cara menggabungkan / koalisi pemegang saham sembilan dari sepuluh pemegang saham terbesar yang dikenal sebagai *Share:2_10*, dimana variabel ini merupakan modifikasi dari Herfindahl Index untuk mengukur konsentrasi kepemilikan dalam suatu perusahaan.

Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H₁ : Perusahaan yang menerapkan *Good corporate governance* akan mengurangi dividen yang dibayarkan.

H_{1a}: komisaris independent berhubungan negatif terhadap praktik *dividend*.

H_{1b}: komite audit berhubungan negatif terhadap praktik *dividend*.

H_{1c}: *Top Share* berhubungan positif terhadap praktik *dividend*.

H_{1d}: Koalisi pemegang saham diluar *controlling shareholder* berhubungan negatif terhadap praktik *dividend*.

2.2. Penelitian Empiris Hubungan Set Kesempatan Investasi dan Dividen

Megginson (1997:356) menyatakan bahwa di Amerika rata-rata nisbah pembayaran dividen suatu industri adalah berhubungan positif dengan ketersediaan set kesempatan investasi. Sementara itu, Allen dan Michaely (2002) menyatakan bahwa penurunan dalam kesempatan investasi akan menghasilkan peningkatan dalam aliran kas bebas, dimana hal ini akan mendorong pada peningkatan pembayaran dividen. Hal ini mencerminkan bahwa set kesempatan investasi memiliki hubungan negatif dengan kebijakan pembayaran dividen.

Sementara itu, penelitian empiris mengenai pengaruh set kesempatan investasi terhadap kebijakan perusahaan dilakukan oleh Smith dan Watts (1992). Dalam penelitian tersebut set kesempatan investasi diukur dengan nisbah nilai buku asset terhadap nilai perusahaan. Dimana nilai buku asset merupakan proksi dari asset yang ada saat ini. Smith dan Watts menyatakan bahwa semakin tinggi nisbah nilai buku aset terhadap nilai perusahaan, maka semakin rendah nisbah kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan. Dengan menggunakan data periode 1965-1985, ditemukan hubungan antara set kesempatan investasi dengan Dividen, kebijakan pembiayaan dan kebijakan kompensasi bagi eksekutif. Secara khusus, temuan Smith dan Watts mencatat bahwa perusahaan dengan kesempatan bertumbuh yang lebih besar memiliki tingkat hasil dividen yang rendah, *leverage* yang rendah, dan kompensasi pada eksekutif yang tinggi.

Penelitian lain dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993) yang melakukan penelitian lanjutan terhadap temuan Smith dan Watts mengenai hubungan set kesempatan investasi dan kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan. Dalam Penelitian ini set kesempatan investasi diukur melalui komposit dengan menggunakan *common factor analysis* terhadap enam variable yaitu: a) Nisbah antara nilai pasar perusahaan terhadap nilai buku aset ; b) nisbah antara nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas ; c) nisbah biaya penelitian dan pengembangan terhadap nilai buku aset ; d) nisbah pendapatan terhadap harga pasar ; e) varians dari total tingkat hasil dari perusahaan ; dan f) frekuensi perusahaan masuk dalam *the holding of growth-oriented mutual funds*. Diharapkan dari lima diantara keenam variabel (kecuali nisbah pendapatan terhadap harga pasar) memiliki hubungan positif terhadap kesempatan untuk bertumbuh. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara kesempatan investasi dengan tingkat hasil dividen.

Gul (1999a) melakukan penelitian dengan tujuan untuk melihat pengaruh kepemilikan oleh pemerintah dan set kesempatan investasi terhadap penentuan kebijakan dalam perusahaan di China. Proksi set kesempatan investasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah Nisbah antara nilai pasar perusahaan terhadap nilai buku aset; nisbah antara nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas dan nisbah pendapatan terhadap harga pasar. Ketiga variabel tersebut akan dilakukan *factor analysis* untuk mengidentifikasi *common factor*. Hasilnya menunjukkan bahwa set kesempatan investasi memiliki hubungan negatif dengan penentuan kebijakan pembayaran dividen. Sementara itu, Gul (1999b) juga melakukan penelitian untuk menginvestigasi hubungan antara set kesempatan investasi, struktur modal dan kebijakan pembayaran dividen di Jepang. Set kesempatan investasi dalam penelitian ini menggunakan nisbah nilai pasar terhadap nilai buku asset, nisbah antara nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas dan nisbah pendapatan terhadap harga pasar. Dalam penelitian ini nisbah pendapatan terhadap harga pasar diharapkan berhubungan negatif terhadap kesempatan investasi sebagaimana ditunjukkan dari hasil penelitian Chung dan Charoenwong (1991). Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan investasi lebih besar cenderung memiliki nisbah utang terhadap ekuitas yang rendah dan tingkat hasil dividen yang rendah juga. Penelitian ini mendukung temuan Smith dan Watts serta Gaver dan Gaver.

Gugler (2003) melakukan penelitian mengenai praktik pelaksanaan *Good Corporate Governance* dalam hubungannya dengan kebijakan pembayaran dividen. Penelitian ini menggunakan sampel 214 perusahaan non-keuangan di Austria periode 1991-1999. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang rendah akan sedikit menanamkan dananya dalam investasi R&D, dan cenderung untuk membayarkan dividen dalam

jumlah besar. Dimana hal ini mengindikasikan terdapatnya hubungan negatif antara set kesempatan investasi dengan kebijakan pembayaran dividen.

Ho *et al.* (2004) melakukan penelitian untuk mengetes apakah set kesempatan investasi memiliki kemampuan dalam menjelaskan perubahan kebijakan perusahaan yang diwakili dari Dividen, kebijakan kompensasi bagi eksekutif dan kepemilikan saham oleh direktur. Dalam penelitian ini set kesempatan investasi diperoleh dengan menggunakan *common factor analysis* terhadap proksi: nisbah nilai pasar terhadap nilai buku asset, nisbah nilai pasar terhadap nilai buku ekuitas, nisbah pendapatan terhadap harga pasar (Gaver dan Gaver, 1993), depresiasi terhadap nilai buku total asset, *capital expenditure* terhadap nilai buku total asset (Smith dan Watts, 1992), varians dari asset yang dideflasi terhadap penjualan (Christie, 1989), nisbah dari nilai property, pabrik dan peralatan terhadap nilai pasar perusahaan (Skinner, 1993). Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar cenderung memiliki kebijakan pembayaran dividen yang rendah, nisbah utang terhadap ekuitas yang rendah, dan membayar kompensasi kas dan bonus yang tinggi pada eksekutif puncak.

Perusahaan yang memiliki set kesempatan investasi yang besar cenderung untuk mempertahankan labanya dan mengurangi pembayaran dividen. Hal ini didukung oleh penelitian Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993), Gul (1999), Gugler (2003) dan Ho *et al.* (2004). Perusahaan yang memiliki kesempatan investai yang tinggi akan memanfaatkannya untuk mengembangkan perusahaan guna meningkatkan kesejahteraan bagi pemegang saham. Pemanfaatan kesempatan investasi tersebut membutuhkan sumber pendanaan yang salah satunya didapat dari laba yang disisihkan untuk keperluan investasi. Hal ini berdampak pada kesempatan investasi yang tinggi, mendorong perusahaan untuk meningkatkan laba ditahannya. Peningkatan laba ditahan, berhubungan terbalik dengan pembayan dividen. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H_2 : Perusahaan dengan set kesempatan investasi yang tinggi cenderung untuk mengurangi dividen yang dibayarkannya.

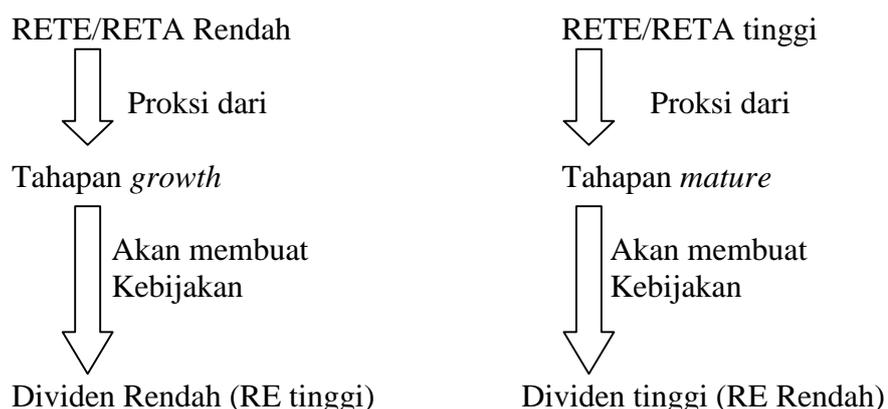
2.3. Penelitian Empiris Hubungan antara Tahapan Daur Hidup Perusahaan dan Dividen

Megginson (1997: 355) menyatakan bahwa perusahaan yang berada dalam industri yang *mature* cenderung untuk membayarkan lebih banyak dividen daripada perusahaan yang masih muda dan sedang mengalami pertumbuhan. Senchak dan Lee (1980) pertama kali mengembangkan model hipotesis yang menghubungkan antara tahapan daur hidup perusahaan dengan kebijakan pembayaran dividen dan strategi pembiayaan. Senchak dan Lee menggunakan pendekatan teori daur hidup dengan memperhatikan tiga tahapan utama dalam daur hidup perusahaan yakni perusahaan saat mengalami pertumbuhan pesat, pertumbuhan rendah dan akhirnya pertumbuhan negatif. Hasilnya, pada saat mengalami pertumbuhan pesat (tahapan *growth*), perusahaan akan optimal bila mengadopsi *full financing position* dengan tidak membayar dividen sama sekali. Pada tahap pertumbuhan rendah (tahapan *mature*), perusahaan tetap menggunakan kebijakan *zero dividend*, namun untuk pembiayaan dipergunakan bauran utang dan laba ditahan. Pada tahap pertumbuhan negatif (tahapan *decline*), perusahaan akan melakukan kebijakan *liquidating dividend* dan kebijakan pembayaran utang.

Sementara itu, penelitian empiris yang dilakukan Fama dan French (2001) membagi tahapan daur hidup menjadi dua yakni *strong growth* (tahapan *growth*) dan *low growth* (tahapan *mature*). Dengan mempergunakan 750 sampel periode 1963-1998, menemukan adanya hubungan antara tahapan daur hidup dengan kebijakan pembayaran dividen, dimana perusahaan pada tahapan *growth* cenderung untuk mempertahankan labanya. Hal ini berbeda dengan perusahaan pada tahapan *mature*, ditandai dengan kecenderungan pembayaran dividen. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa perusahaan yang membagikan dividen kas turun dari 66,5% pada tahun 1978 menjadi 20,8% pada tahun 1999.

Penelitian empiris lain dilakukan oleh Grullon *et al.* (2002). Grullon *et al.* menyatakan bahwa ketika perusahaan masuk pada tahap daur hidup *mature*, maka kesempatan investasi akan menjadi berkurang, dimana hal ini akan berdampak pada penurunan earnings di masa yang akan datang. Pada saat perusahaan mencapai tahapan *mature*, maka pada saat itu pula terjadi penurunan risiko sistematis. Penurunan risiko ini disebabkan karena asset yang ada saat ini mengalami penurunan risiko dan perusahaan menghadapi kesempatan untuk tumbuh kembang yang semakin kecil. Penurunan kesempatan investasi akan mendorong pada peningkatan aliran kas bebas, sehingga akhirnya berdampak pada peningkatan pembayaran dividen.

Deangelo *et al.* (2006) menyatakan bahwa dividen cenderung dibayar oleh perusahaan yang berada pada tahapan *mature* dimana kesempatan untuk berkembang sudah rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh sudah tinggi. Sedangkan perusahaan yang berada pada tahapan *growth* dengan kesempatan investasi yang tinggi cenderung untuk mempertahankan labanya daripada membayar dalam bentuk dividen. Penelitian ini menggunakan pendekatan *earned/contributed capital mix* dalam menjelaskan tahapan daur hidup, dengan variable pengukuran *retained earning/total equity* (RETE) dan *retained earning/total asset* (RETA). Dimana perusahaan dengan RETE atau RETA tinggi cenderung untuk membayar dividen. Pendekatan *earned/contributed capital mix* merupakan proksi logis untuk tahapan daur hidup perusahaan karena perusahaan pada tahapan *growth*, memiliki peluang bisnis yang tinggi sehingga cenderung untuk mempertahankan labanya (*retained earning*). Laba ditahan ini akan terakumulasi. Pada tahapan *mature*, ketika kesempatan bisnis tidak lagi banyak dan laba ditahan sudah tinggi, maka perusahaan akan melakukan pembayaran dividen. Sehingga dinyatakan bahwa perusahaan dengan RETE atau RETA yang rendah cenderung berada pada tahapan *capital infusion* atau tahapan *growth*, sedangkan pada perusahaan dengan RETE atau RETA tinggi cenderung pada tahapan *mature*. Proksi tahapan daur hidup menurut Deangelo *et al.* dengan menggunakan pendekatan *earned/contributed capital mix* dapat digambar pada Gambar 2.1. Dengan menggunakan data periode 1973-2002, diperoleh hasil bahwa tahapan daur hidup yang diukur melalui RETE atau RETA, memiliki pengaruh yang kuat terhadap keputusan pembayaran dividen daripada profitabilitas.



Gambar 1. Proksi Tahapan Daur Hidup

Teori daur hidup menyatakan bahwa pengembangan strategi yang paling pas adalah dengan memperhatikan tahapan daur hidup perusahaan. Pada perusahaan dengan tahapan perkembangan tinggi, maka perusahaan cenderung untuk mempertahankan laba dalam rangka membiayai ekspansi, sedangkan perusahaan pada tahap perkembangan yang rendah cenderung untuk membagikan labanya dalam bentuk dividen. Hal ini didukung oleh penelitian empiris dari Fama dan French (2001), Grullon *et al.* (2002) dan Deangelo *et al.* (2006).

Perusahaan akan menghadapi siklus daur hidup, dimana kebijakan dan strategi yang dilakukan perusahaan akan disesuaikan dengan tahapan daur hidup dimana perusahaan tersebut berada. Karakteristik Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan tinggi, akan membutuhkan sumber dana yang besar dalam rangka membiayai aktivitasnya. Hal ini berdampak pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi, cenderung untuk tidak menahan labanya untuk membiayai pengembangan aktivitas perusahaan. Sedangkan karakteristik perusahaan yang telah mencapai tahapan matang, dengan kesempatan pertumbuhan yang rendah, cenderung untuk membagikan laba dalam bentuk dividen. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif *nondirectional* sebagai berikut:

H₃ : Tahapan daur hidup perusahaan mempengaruhi dividen yang dibayarkannya.

2.4. Penelitian Empiris Hubungan antara *Analyst coverage* dan Dividen

Analyst sering memainkan peran penting untuk mengungkap keterbukaan informasi pada suatu perusahaan. Dyck, Morse dan Zingales (2006) menunjukkan bahwa cara paling efisien bagi pihak eksternal untuk mengetahui kondisi riil perusahaan adalah melalui para analis. Sementara itu, Graham, Harvey dan Rajgopal (2005) melakukan survey terhadap 401 eksekutif keuangan, dimana 90% analis menyatakan bahwa kelompok paling penting dalam mempengaruhi harga saham adalah *analyst coverage* yang merupakan nomor dua setelah kepemilikan institusi. Healy dan Palepu (2001) juga menyatakan bahwa *information intermediaries* seperti analis dan perusahaan penerjemah dapat mendorong keterbukaan informasi privat yang dapat mendeteksi perilaku pihak manajemen. *Analyst coverage* dalam penelitian ini diwakili oleh perusahaan yang terdaftar di indeks LQ-45. Penelitian ini memasukkan perusahaan yang terdaftar di indeks LQ-45 sebagai proksi dari *analyst coverage* dengan pertimbangan bahwa perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ-45 merupakan perusahaan yang paling aktif transaksi di bursa sehingga logikanya akan banyak analis yang melakukan pembahasan lebih dalam mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan perusahaan yang di luar LQ-45. Perusahaan yang banyak di analisis oleh analis akan mampu memberikan gambaran mengenai perusahaan, sehingga akan mengurangi peran dividen sebagai sinyal kepada publik.

H₄: *analyst coverage* akan mengurangi fungsi dividen sebagai sinyal mengenai kondisi perusahaan.

2.5. Penelitian Empiris Ukuran Perusahaan dan Dividen

Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap dividen (Megginson 1997), dari beberapa penelitian menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar dividen yang dibagikan (Skinner, 2006; Fuller dan Goldstein, 2005; Jacob dan Ma, 2004; Mitton, 2004; Lewellen, 2004; Allen dan Michaely, 2002; dan Gaver dan Gaver, 1993) karena perusahaan dengan ukuran besar akan memiliki kemampuan untuk membayar dividen relatif lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. John dan Knyazeva (2006) dalam penelitiannya dengan menggunakan sampel 9.270 tahun observasi dengan periode pengamatan tahun 1993-2003, menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran yang besar lebih suka untuk melakukan pembagian dividen dalam jumlah besar. Adelegan (1999) yang juga melakukan penelitian yang menguji pengaruh ukuran perusahaan, utang dan prospek pertumbuhan terhadap dividen di Nigeria periode 1984-1997. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berhubungan positif dengan besarnya dividen yang dibayarkan. Hasil penelitian yang sedikit berbeda ditunjukkan oleh DeAngelo, DeAngelo dan Skinner (2002), dimana dengan menggunakan data perusahaan mulai tahun 1978 – 2000 menunjukkan hasil bahwa dalam periode

tersebut banyak perusahaan berukuran besar yang tidak membayar dividen. Perusahaan yang tidak membayar dividen tersebut tersebar diberbagai industri.

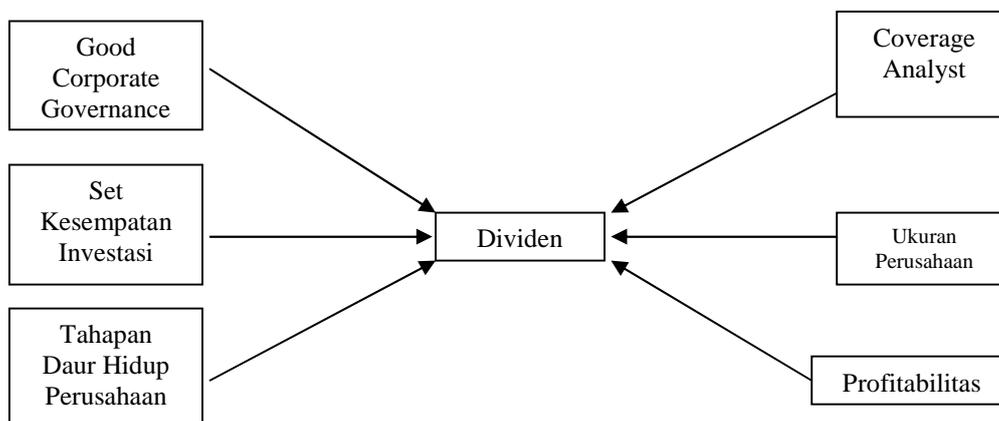
H₅ : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap dividen

2.6. Penelitian Empiris Profitabilitas dan Dividen

Profitabilitas sangat berpengaruh terhadap besarnya dividen yang dibayarkan, dimana semakin besar *profitabilitass* yang diperoleh suatu perusahaan akan semakin besar pula dividen yang dibayarkannya (Megginson, 1997). Beberapa penelitian empiris menunjukkan dukungan terdapatnya hubungan positif antara *profitabilitass* dan dividen. Skinner (2006) melakukan penelitian yang menguji pengaruh *profitabilitass* terhadap dividen. Penelitian menggunakan data dari Compustat untuk periode 1950 – 2004, dengan menggunakan pendekatan regresi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *profitabilitass* merupakan penjas utama mengapa dividen dibayarkan oleh perusahaan. Selain itu dalam penelitian tersebut ditemukan hasil bahwa *profitabilitass* dapat juga menjelaskan mengapa suatu perusahaan melakukan *repurchase*. DeAngelo, DeAngelo dan Skinner (2002) melakukan penelitian yang mengkaji fenomena *disappearing dividend*, dengan menggunakan data tahun 1978 – 2000. Hasil penelitian menunjukkan meskipun terjadi penurunan persentase pembayaran dividen, namun penelitian tersebut berhasil membuktikan bahwa perusahaan dengan *profitabilitass* yang tinggi akan membayar dividen dalam jumlah yang besar pula. Untuk itu dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H₆: Profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap dividen

Berdasarkan pada telaah literatur diatas, maka dapat digambarkan model konseptual penelitian yang menunjukkan hubungan antar variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini sebagaimana yang tampak pada Gambar 2.



Gambar 2. Model Konseptual Penelitian

3. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder, dengan objek semua perusahaan yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia dan membagikan dividen selama periode tahun 2005-2008, memiliki data laporan keuangan lengkap, dan tidak memiliki ekuitas atau laba ditahan negatif. Berdasarkan kriteria sample yang telah ditetapkan maka diperoleh sample akhir sebesar 279 tahun observasi. Variabel penelitian terdiri dari *dividend yield* sebagai variabel dependen dan

good corporate governance, analyst coverage, tahapan daur hidup perusahaan, ukuran perusahaan, set kesempatan investasi dan profitabilitas. Penelitian ini menggunakan metode *weighted least square* yang ada program *eviews*.

Dividen yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat hasil dividen (*Dividend Yield - DY*) karena mencerminkan nisbah hasil yang diperoleh oleh investor. Tingkat hasil dividen diukur melalui:

$$DY_{it} = \text{Div}_{it} / P_{i,t} * 100$$

Dimana:

DY_{it} = persentase tingkat hasil dividen perusahaan i periode t

Div_{it} = dividen yang dibayarkan pada perusahaan i periode t

P_{it} = harga penutupan saham perusahaan i periode t

Good Corporate Governance dalam penelitian diukur melalui variabel dibawah ini

- Independent board* (IB) dalam penelitian ini menggunakan persentase dari komisaris independent dibanding dengan total jumlah komisaris.
- Keberadaan komite audit (KA) menggunakan dummy dimana bila 1 terdapat komite audit dan 0 bila tidak terdapat komite audit.
- Top Share* (TS) menunjukkan ada tidaknya pemegang saham pengendali (*Controlling shareholder*) yang sama atau melebihi 51% dari total saham, dengan menggunakan dummy 1 bila terdapat pemegang saham pengendali dan 0 bila tidak terdapat saham pengendali.
- Share2_5* ($S2_5$) didefinisikan sebagai lima pemegang saham besar selain pemegang saham pengendali. Dimana kelima pemegang saham besar dapat melakukan koalisi untuk menghadapi pemegang saham pengendali. *Share2_5* diukur sebagai berikut:

$$Share2_5 = \sum_{n=2}^5 \left(\frac{S_n}{S} \right)^2$$

Set kesempatan investasi merupakan variabel yang belum ada kesepakatan umum yang dapat mewakilinya (Gaver dan Gaver, 1993). Beberapa penelitian menggunakan berbagai proksi yang kemudian dilakukan *common factor analysis* untuk dicari faktor bersamanya, namun penelitian Adam dan Goyal (2006) yang khusus mencari proksi terbaik dari set kesempatan investasi menemukan bahwa proksi Nisbah *Market value of equity to book asset* (MKTBKASS) merupakan proksi terbaik yang mampu mencerminkan set kesempatan investasi. Secara matematis MKTBKASS diperoleh dengan:

$$MKTBKASS_{it} = \frac{[JSB_{it} \times HP_{it}]}{Aset_{it}}$$

Dimana:

$MKTBKASS_{it}$ = Nisbah nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku aset perusahaan i periode t

JSB_{it} = Jumlah Saham Beredar perusahaan i pada periode t

HP_{it} = Harga Penutupan saham perusahaan i pada periode t

$Aset_{it}$ = nilai buku aset perusahaan i pada periode t

Pengukuran tahapan daur hidup perusahaan tersebut dilakukan dengan proksi pendekatan *earned contributed capital mix* yang diukur dengan proporsi laba ditahan terhadap total ekuitas (RETE).). Secara matematis *Retained Earning to Total Equity* (RETE) diperoleh dari:

$$RETE_{it} = \frac{RE_{it}}{TE_{it}}$$

Dimana:

$RETE_{it}$ = proporsi laba ditahan terhadap total ekuitas perusahaan i pada periode t

RE_{it} = laba ditahan perusahaan i pada periode t

TE_{it} = total ekuitas perusahaan i pada periode t

Analyst coverage dalam penelitian ini dipergunakan *dummy variable* LQ-45 dengan kriteria 1 untuk perusahaan yang terdaftar di LQ-45 dan 0 perusahaan yang diluar LQ-45. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini akan diukur melalui logaritma terhadap tingkat penjualan (*Logaritma Sales* – LS). Penelitian ini juga meneliti hubungan *earnings* terhadap dividen. Variabel profitabilitas dalam penelitian ini akan diwakili oleh *Return to Total Asset* (ROA) yang mengacu pada penelitian Thomsen *et al.* (2006), Chirinko dan Elston (2006), Boubakri *et al.* (2005), serta Lin dan Rowe (2005).

4. Hasil dan Pembahasan

Hasil pengolahan data dengan menggunakan *weighted linear regression* pada program *eviews* diperoleh hasil sebagaimana yang tampak pada Tabel 1 dan Tabel 2.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation
DY	279	0,00	164,16	6,0439	14,40245
% Independen	279	0	100	31,95	19,016
Komite audit (modus)	279	0	1	0 = 66	
top share (modus)	279	0	1	1 = 71,3	
koalisi share	279	0	67	13,92	15,452
MKTBKASS	279	0,03	133,96	2,9793	9,13691
RETE	279	0,01	1,09	0,5032	0,25794
LQ45	279	0	1	0 = 70	
log sales	279	7,55	13,78	11,5227	1,36883
ROA	279	-7,17	62,16	6,8615	7,49656
Valid N (listwise)	279				

Dari Tabel 1, menunjukkan bahwa variabel tingkat hasil dividen (DY) periode 2005-2008 memiliki rata-rata sebesar 6% yang berarti secara rata-rata tingkat hasil dividen adalah relatif kecil dibandingkan dengan harga saham. Pada variabel persentase komisaris independent menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan memiliki 31% komisaris independent, sedangkan komite audit yang sejak tahun 2008 diwajibkan ternyata untuk periode 2005-2008 34% persen telah memiliki komite audit. Untuk kepemilikan mayoritas menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan di BEI dikendalikan oleh grup perusahaan sebanyak 71%. Sementara itu koalisi share yang dapat dipergunakan untuk perlawanan terhadap pemegang saham pengendali menunjukkan bahwa rata-rata koalisi share dari 5 perusahaan diluar pengendali hanya memiliki kepemilikan sebesar 14%. Hal ini mengindikasikan bahwa kepemilikan saham di BEI lebih dikuasi oleh sekelompok pemegang saham pengendali, sedangkan lima perusahaan diluar pemegang saham pengendali tidak memiliki kekuatan yang cukup berimbang dalam mengendalikan perusahaan. Pada sisi lain, adanya kewajiban komite audit disetiap perusahaan diharapkan dapat mengurangi praktik tidak sehat dalam perusahaan. Keberadaan komisaris independent yang secara kuantitatif mulai bertambah, diharapkan juga mampu mengurangi praktik tidak sehat dalam perusahaan.

Untuk set kesempatan investasi dapat dilihat bahwa rata-rata MKTBKASS adalah 2,98%. Kecenderungan ini menunjukkan bahwa secara rata-rata kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan pada periode 2005-2008 adalah tidak terlalu menggembirakan yakni dibawah 10%. Pada variabel tahapan daur hidup perusahaan (RETE) menunjukkan rata-rata 50,32%, hal ini

mengindikasikan bahwa perusahaan yang terdaftar di BEI kecenderungannya berada pada tahap awal *mature* (sedikit di atas 0,5). Sedangkan dari sisi *analyst coverage* terlihat dari 279 perusahaan yang memenuhi criteria penelitian 70% tidak tergabung dalam indeks LQ-45. Keberadaan perusahaan dalam LQ-45 akan mendorong para analis untuk lebih memperhatikan kebijakan yang dilakukan perusahaan, sedangkan perusahaan yang di luar LQ-45 biasanya tidak dilakukan monitoring secara ketat oleh para analis. Dari sisi ukuran perusahaan, terlihat bahwa rata-rata perusahaan yang membagikan dividen adalah perusahaan dengan rata-rata 11,5 yang termasuk katagori ukuran besar. Untuk tingkat profitabilitas terlihat bahwa rata-rata ROA mencapai 6,8% yang menunjukkan bahwa perusahaan berada dalam posisi rata-rata dalam menghasilkan laba bila dibandingkan dengan tingkat hasil deposito bebas risiko pada periode yang sama. Hasil pengolahan data ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Pengolahan Statistik

Variabel Independen	Koefisien	t-statistik
¹	7,857	1,043
Komisaris Independen (IB)	-0,047	-1,055
Komite Audit (KA)	-0,714	-0,387
Koalisi Share (S2_5)	-0,028	-0,463
<i>Top Share</i> (TS)	1,015	0,486
Set Kesempatan Investasi (MKTBKASS)	-0,076	-0,816
<i>Analyst coverage</i> (LQ45)	2,922	1,504
Ukuran perusahaan (LS)	-0,544	-0,829
Tahapan Daur Hidup Perusahaan (RETE)	6,330	1,712**
Profitabilitas (ROA)	0,299	2,329*
<i>R-Squared</i>		0,079
N		279

* Signifikan pada $\alpha = 5\%$

** Signifikan pada $\alpha = 10\%$

Dari Tabel 2 terlihat bahwa mekanisme *good corporate governance* yang diwakili oleh keberadaan komisaris independent, kewajiban adanya komite audit, kecilnya pemegang saham pengendali dan meningkatnya koalisi pemegang saham diluar saham pengendali ternyata memberikan hasil yang tidak signifikan atas kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan. Bila dilakukan analisis parsial terlihat bahwa keberadaan komite independent dan komite audit akan berdampak negative terhadap kebijakan pembayaran dividen. Hal ini sesuai dengan argument substitusi dimana mekanisme GCG yang diwakili oleh keberadaan komisaris independent dan komite audit akan secara efektif mengawasi manajemen, sehingga perusahaan dapat mengurangi fungsi dividen sebagai penanda dengan membayar lebih sedikit dividen (Kanagaretman, Lobo dan Whalen, 2007; John dan Knyazeva, 2006; Han *et al.*, 1999).

Hal ini konsisten dengan keberadaan koalisi pemegang saham, dimana semakin tinggi koalisi pemegang saham yang berfungsi sebagai penyeimbang terhadap pemegang saham pengendali, akan mengurangi fungsi dividen sebagai penanda/sinyal mengenai kondisi perusahaan bagi para investor. Hal ini didukung pula dengan hasil terhadap keberadaan *top share* yang merupakan saham pengendali, dimana bila semakin besar saham pengendali maka cenderung untuk membagikan dividen dalam jumlah besar sebagai penanda bahwa kondisi perusahaan adalah baik dan menghindari penyalahgunaan *cash flow* untuk investasi yang tidak menghasilkan.

Set kesempatan investasi menunjukkan hasil yang tidak signifikan dengan arah negative. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mendorong pengurangan dividen guna membiayai peluang investasi tersebut. Namun secara parsial set kesempatan investasi ini tidak berpengaruh dalam penentuan kebijakan dividen. Hal ini dimungkinkan karena rata-rata set kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan hanya

sebesar 3% atau relatif kecil. Dari sisi *analyst coverage* terlihat bahwa arah dari pengaruh koverage adalah positif namun tidak signifikan. Arah hubungan ini bertentangan dengan teori signaling, dimana dengan masuknya perusahaan dalam LQ-45 akan membuat perusahaan diamati oleh banyak pihak, sehingga akan mengurangi pembagian dividen sebagai penanda terhadap kondisi keuangan perusahaan. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut bahwa dengan masuknya perusahaan dalam LQ-45 akan membuat perusahaan diamati oleh analis dari perusahaan sekuritas dan manajer investasi, hal ini berdampak perusahaan tidak dapat melakukan rekayasa keuangan dan investasi sehingga mendorong manajemen untuk melakukan pembayaran dividen terhadap *free cash flow* yang ada.

Ukuran perusahaan menunjukkan arah hubungan negative dan tidak signifikan. Hal ini bertentangan dengan hipotesis yang dibuat, namun mendukung penelitian yang dilakukan oleh De Angelo, De Angelo dan Skinner (2002). Temuan ini dapat dijelaskan bahwa perusahaan dengan ukuran kecil di Indonesia relatif kurang mendapat publisitas, berbeda dengan perusahaan besar dimana relatif mendapat perhatian yang tinggi baik dari investor maupun media massa. Hal ini berdampak pada perusahaan dengan skala besar informasi yang tersedia di publik relatif banyak, sehingga peranan dari dividen untuk menginformasikan kondisi perusahaan menjadi berkurang. Berbeda dengan perusahaan kecil dimana perusahaan tersebut kurang mendapat perhatian publik, sehingga untuk mengkomunikasikan kondisi kesehatan perusahaan dapat dilakukan dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi. Hal ini didukung pada kondisi pasar modal di Indonesia, dimana mayoritas perusahaan yang mencatatkan diri di bursa efek adalah perusahaan besar. Semakin besar perusahaan, maka informasi yang tersedia semakin banyak. Perusahaan besar yang relatif sering dibahas menjadikannya lebih dikenal, sehingga mengurangi peranan dividen sebagai signal tentang kondisi kesehatan perusahaan.

Tahapan daur hidup perusahaan menunjukkan hasil positif signifikan. Uji pengaruh parsial menunjukkan bahwa variabel tahapan daur hidup perusahaan diperoleh hasil koefisien yang positif, hal ini berarti bahwa semakin tinggi RETE (yang berarti posisi perusahaan berada pada tahapan matang) maka semakin besar dividen yang dibagikan. Sementara itu, pada perusahaan yang berada pada tahapan pertumbuhan maka proporsi laba ditahan terhadap total ekuitas adalah rendah, sehingga perusahaan cenderung untuk mempertahankan labanya dengan tidak membaginya dalam bentuk dividen. Secara teoritis perusahaan yang sedang mengalami tumbuh kembang membutuhkan pendanaan guna menopang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Perusahaan yang sedang berkembang tersebut dengan menggunakan pendekatan *earned contributed capital mix*, akan diwakili oleh nisbah laba ditahan terhadap total ekuitas yang rendah. Perusahaan dengan nisbah laba ditahan terhadap total ekuitas yang rendah tersebut, akan berupaya untuk meningkatkan jumlah laba ditahannya (memperkecil dividen yang dibayarkan) guna mendukung pertumbuhan perusahaan yang pesat. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Fama dan French (2001), Grullon *et al.* (2002) dan Deangelo (2006) yang menyatakan bahwa tahapan daur hidup berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan, dan menolak hasil penelitian Senchak dan Lee (1980) yang menyatakan pada berbagai tahapan daur hidup perusahaan cenderung untuk tidak membagikan dividen.

Untuk tingkat profitabilitas yang diwakili oleh ROA menunjukkan hasil positif signifikan. Hal ini berarti semakin besar profit yang diperoleh perusahaan akan mendorong perusahaan untuk membagikan dividen lebih banyak. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan dan mendukung penelitian Skinner (2006) bahwa *earnings* merupakan penjelas utama mengapa dividen dibayarkan oleh perusahaan.

Kesimpulan keseluruhan dari penelitian ini adalah a) Temuan penelitian menunjukkan bahwa arah hubungan dari *good corporate governance* sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan, namun pengaruhnya tidak signifikan, b) Set kesempatan investasi dalam penelitian ini tidak memiliki pengaruh, namun arah hubungan sesuai dengan hipotesis yakni negatif, c) *analyst coverage* menunjukkan hasil positif dan tidak signifikan dimana arah

hubungannya bertentangan dengan hipotesis yang dikemukakan. Hal ini dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang masuk dalam LQ-45 cenderung akan diamati oleh para analis sehingga mengurangi kemungkinan penyalahgunaan *free cash flow* oleh tim manajemen. d) Ukuran badan usaha memiliki hubungan negatif namun tidak signifikan, hal ini bertentangan dengan hipotesis. Penjelasan logis dari arah hubungan ini adalah perusahaan besar lebih cenderung diamati oleh pasar sehingga informasi public terhadap perusahaan besar lebih banyak dari pada perusahaan kecil. Hal ini berdampak pada perusahaan besar cenderung untuk mengurangi pembayaran dividen sebagai sinyal bagi investor, dan sebaliknya mendorong perusahaan kecil untuk memberikan dividen lebih besar. e) Tahapan daur hidup perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap penentuan kebijakan dividen, dimana perusahaan dalam tahapan matang (RETE tinggi) akan cenderung untuk membayarkan dividen, dan f) Profitabilitas perusahaan menunjukkan hubungan positif dan signifikan. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan bahwa semakin besar profit yang diperoleh perusahaan akan cenderung untuk membagikan dividen.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Keterbatasan penelitian ini dapat membuka peluang bagi penelitian lanjutan di masa yang akan datang. Adapun keterbatasan dan saran tersebut adalah sebagai berikut: a) Pada penelitian ini karakteristik perusahaan dengan pendekatan tahapan daur hidup menggunakan pendekatan *earned capital contributed mix*, dimana pendekatan ini hanya menggambarkan kondisi tahapan daur hidup perusahaan saja. Tahapan daur hidup industri dalam penelitian ini tidak dilakukan kontrol, sehingga apabila ada perusahaan yang berada dalam tahapan matang namun industrinya sedang mengalami pertumbuhan maka hal ini belum dapat dianalisis dengan model penelitian ini. Proksi untuk tahapan daur hidup industri dalam penelitian ini belum dimasukkan sebagai variabel kontrol karena belum tersedianya data yang memadai. Untuk penelitian lebih lanjut diharapkan dapat mengembangkan proksi untuk memotret tahapan daur hidup industri. b) terkait dengan proksi dari *good corporate governance*, perlu dikembangkan proksi yang menggunakan data primer. Hal ini mengingat bahwa secara arah hubungan, proksi yang dipergunakan dalam penelitian menunjukkan hasil konsisten dengan penelitian sebelumnya tetapi tidak memiliki pengaruh yang signifikan.

Daftar Pustaka

- Adam, T. dan V.K. Goyal, 2006, The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables: Theory and Evidence, *Working Paper*, M.I.T. – Sloan School of Management.
- Allen, F. dan R. Michaely, 2002, Payout Policy, *Working Paper*, Code: 01-21 B, The Wharton Financial Institution Center.
- Amihud, Y. dan K. Li, 2002, The Declining Information Content of Dividend Announcement and the Effect of Institutional Holding, *Working Paper*, Stern School of Business, New York University.
- Bajaj, M. dan A.M. Vijh, 1990, Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Change, *Journal of Financial Economics*, 26, 193-219.
- Baker, M.P. dan J. Wurgler, 2002, Why are Dividend Disappearing? An Empirical Analysis, *Working Paper*, Code Harvard NOM Research Paper no. 03-12, Harvard Business School.
- Boudoukh, J., R. Michaely, M. Richardson, dan M.R. Roberts, 2003, On The Importance of Measuring Payout Yield: Implication for Empirical Asset Pricing, *Working Paper*, Stern School of Business, New York University.
- Brealey, R.A. dan S.C. Myers, 2003, *Principles of Corporate Finance*, 7th ed., New York: Mc Graw Hill.
- Brickley, James A., 1983, Shareholder Wealth, Information Signaling and The Specially Designated Dividend, *Journal of Financial Economics*, 12, 187-209.

- Chen, G., M. Firth, D.N. Gao, dan O.M. Rui, 2006, Ownership Structure, Corporate Governance, and Fraud: Evidence from China, *Journal of Corporate Finance*, 12, 424-448.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, dan D.J. Skinner, 2002, Are Dividend Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earning, *Working Paper*, Code No. 02-9, USC Finance and Business Economics, USC Marshall School of Business.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, dan R.M. Stulz, 2006, Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of Life Cycle Theory, *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Dyck, Alexander, Adair Morse, dan Luigi Zingales, 2006, Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?, *Working Paper*, University of Toronto.
- Durnev, A. dan E.H. Kim, 2002, To steal or not to steal: firm attributes, legal Environment, and valuation, *Working Paper*, University of Michigan.
- Easterbrook, F.H., 1984, Two Agency Cost Explanation of Dividends, *American Economic Review*, 74/4, 650-659.
- Fama, E.F. dan K.R. French, 1988, Dividend Yield and Expected Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, 22, 3-25.
- Fama, E.F. dan K.R. French, 2001, Disappearing Dividend: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Friedman, E., S. Johnson, dan T. Mitton, 2003. Propping and tunneling, *Journal of Comparative Economics*, 31, 732– 750.
- Fuller, K. P. dan M. A. Goldstein, 2005, Do Dividend Matter More in Declining Market? *Working Paper*, JEL Classification Code: G35, University of Mississippi.
- Gaver, J.J. dan K.M. Gaver, 1993, Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125-160.
- Graham, J.R., C.R. Harvey, S. Rajgopal, 2005, The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
- Grinstein, Y. dan R. Michaely, 2003, Institutional Holding and Payout Policy, *Working Paper*, Cornell University.
- Grullon, G., R. Michaely, dan B. Swaminathan, 2002, Are Dividend Changes a sign of firm maturity? *Journal of Business*, 75, 387-424.
- Gugler, K., 2003, Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividend, R&D, and Capital Investment, *Journal of Banking and Finance*, 27, 1297-1321.
- Gugler, K. dan B.B. Yurtoglu, 2003, Corporate Governance and Dividend Payout Policy in Germany, *European Economic Review*, 47, 731-758
- Gul, F.A., 1999a, Government Share Ownership, Investment Opportunity Set and Corporate Policy Choices in China, *Pacific Basin Finance Journal*, 7, 157-172.
- Gul, F.A., 1999b, Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policies in Japan, *Journal of Corporate Finance*, 5, 141-168.
- Han, K.C., S.H. Lee, dan D.Y. Suk, 1999, Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decision*, 12, 53-62.
- Hanazaki, M. dan Q. Liu, 2007, Corporate Governance & Investment in East Asian Firms – Empirical Analysis of Family Controlled Firms, *Journal of Asian Economics*, 18, 79-97.
- Hartono, J., 1997, The Agency Cost Explanation for Dividend Payments: Empirical Evidence, *Working Papers*, Universitas Gadjah Mada.
- Ho, S.S.M., K.C.K. Lam, dan H. Sami, 2004, The Investment Opportunity Set, Director Ownership, and Corporate Policy: Evidence from Emerging Market, *Journal of Corporate Finance*, 10, 383-408.
- Jacob, K.J. dan T. Ma, 2004, Are Ex Day Dividend Clientele Effect Dead? Dividend Yield Verse Dividend Size, *Working Paper*, JEL Classification Code G10, University of Montana.

- Jensen, M.C., 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Kanagaretnam, K., G.J. Lobo, dan D.J. Whallen, 2007, Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?, *Journal of Accounting & Public Policy*, 26, 497-552.
- Khanna, T., J. Kogan, K. Palepu, 2002. Globalization and Similarities in Corporate Governance: a Cross-Country Analysis, *Working Paper*, Harvard Business School.
- Klapper, L.F. dan I. Love, 2004, Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Market, *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.
- Laporta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, dan R. W. Vishny, 1999, Agency Problems and Dividends Policies around the World, *Working Paper*, Harvard University.
- Lewellen, Jonathan, 2004, Predicting Return with Financial Ratio, *Journal of Financial Economics*, 74, 209-235.
- Meggison, W.L., 1997, *Corporate Finance Theory*, Addison Wesley.
- Michaely, R. dan M.R. Roberts, 2006, Free Cash Flow, Signaling, and Smoothing: Lesson from Dividend Policy of Public and Private Firms, *Working Paper*, Cornell University.
- Mitton, T., 2004, Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Market, *Working Paper*, Marriot School, Brigham Young University.
- Murhadi, W.R., 2007, Studi Kebijakan Dividen: Anteseden dan Dampaknya terhadap Harga Saham, *Dissertation*, Universitas Brawijaya.
- Senchack, A.J. dan W.Y. Lee, 1980, Comparative Dynamics in a Life Cycle Theory of the Firm, *Journal of Business Research*, 159-185.
- Skinner, D.J., 2006, The Evolving Relation between Earning, Dividend and Stock Repurchase, *Working Paper*, University of Chicago Graduate School of Business.
- Smith, C.W. dan R.L. Watts, 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292.
- Sun, Jerry, 2009, Governance Role of *Analyst coverage* and Investor Protection, *Financial Analyst Journal*, 65/6, 1-13.
- Thomsen, S., 2004, Blockholder Ownership, Dividend and Firm Value on Continental Europe, *Working Paper*, Danish Social Science Research Council.