

## ANALISIS PENGARUH *CASH FLOW* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN DENGAN *SIZE* PERUSAHAAN DAN *LIFE CYCLE* PERUSAHAAN SEBAGAI *MODERATING VARIABLE*

Leditya Jayati  
Nur Cahyonowati<sup>1</sup>

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

### ABSTRACT

*Dividend income is taken from internal-financing which is the revenue. Inconsistencies results of previous studies primarily on the cash flow factor is the basis for this research by developing an analytical model of BCG as a moderating variable logic basic. This study aimed to examine the effect of cash flow relationship (CFPS) on the payment of dividends (DPS) with size (SIZE) and life cycle (LC) company as a moderating variable, as well as profitability (EPS) and leverage (DR) as a control variable.*

*The sample are manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange for years 2010-2012 totaling 133 companies, and the sample is taken with purposive sampling method. The analysis technique used here is a linear regression.*

*The results of this study, based on t-test showed that (1) cash flow significant positive effect on the payment of dividends, (2) a significant positive effect of firm size on the relationship between cash flow to the payment of dividends, (3) the life cycle of significant positive effect on the relationship between cash flow to dividend payments. The test results of coefficient of determination ( $R^2$ ) in this study showed the number 0.798 for the model (1), 0.816 for the model (2), and 0.812 for the model (3). This means that 79,8% of DPS is affected by CFPS, EPS, and DR for the model (1), while the rest is explained by other variables. So does with the model (2) as much as 81,6 % of DPS is affected by the CFPS and moderating SIZE & controls, and 81,2 % DPS influenced by CFPS and moderating LC & controls, while the rest is explained by other variables.*

*Keywords: dividends payments, cash flow, company size, life cycle*

### PENDAHULUAN

Dividen, menurut Pajak Penghasilan (PPh) terdapat dalam penjelasan Pasal 4 ayat (1) huruf g Undang-undang nomor 7 tahun 1983 sebagaimana telah diubah dengan Undang-undang Nomor 36 Tahun 2008 (selanjutnya disebut UU PPh). Di bagian tersebut ditegaskan bahwa dividen merupakan bagian laba yang diperoleh pemegang saham atau pemegang polis asuransi atau pembagian sisa hasil usaha koperasi yang diperoleh anggota koperasi.

Dividen merupakan aspek penting dalam suatu perusahaan yang bisa mempengaruhi *stakeholder*, *shareholder*, dan investor untuk bisa menjalin kerjasama dan berinvestasi dengan perusahaan. Namun, ternyata masih banyak hal-hal yang belum dibuktikan secara pasti dalam penentuan kebijakan dividen itu sendiri.

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu yang telah dilakukan, ditemukan bahwa ada perbedaan hasil analisis hubungan antara *cash flow* perusahaan dengan kebijakan dividennya, diantaranya terdapat dalam penelitian yang dilakukan oleh Satya Ryan Megantara (2011), yang mendapatkan hasil bahwa *cash flow* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, namun pada penelitian yang dilakukan oleh Dafid Irawan Nurdhiana (2011) menyebutkan bahwa *cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (yang diukur menggunakan *dividend payout ratio*), kedua penelitian ini dilakukan di Indonesia. Pada penelitian yang dilakukan oleh

---

<sup>1</sup> *Corresponding author*

Jasim Al-Ajmi dan Hameeda Abo Hussain (2011), yang menjadi acuan penelitian ini sendiri mendapatkan hasil bahwa *cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Dalam prakteknya, *cash flow* dianggap memiliki hubungan erat dengan kebijakan dividen perusahaan, karena arus kas dianggap lebih penting dibandingkan dengan *net earnings* dalam menjelaskan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Brittian, 1966).

Ukuran perusahaan dan *life cycle* perusahaan, menurut Higgins (1972) dan Dennis & Osobov (2008), juga merupakan faktor penting dalam kebijakan dividen, namun di sini belum diketahui bagaimana kedua faktor tersebut mempengaruhi hubungan antara *cash flow* dengan kebijakan dividen. Dalam model analisis BCG juga diungkapkan bahwa tingkat *mature* dan *growth* suatu perusahaan mempengaruhi aliran kas dan pendanaannya. Semakin tinggi tingkat *growth* dan *maturity*, maka perusahaan tersebut akan menghasilkan jumlah aliran dana yang lebih besar, sampai pada tingkat *cash cow*, yaitu ketika perusahaan sudah menjadi market leader dan fase puncaknya, lalu aliran kas (*cash flow*)nya menjadi stabil dan lebih sedikit melakukan pendanaan eksternal (Anthony & Govindarajan, 2007). Perlu ditemukan bukti empiris bagaimana ukuran perusahaan dan *life cycle* perusahaan mempengaruhi hubungan antara *cash flow* dengan kebijakan dividen perusahaan, terutama pada perusahaan-perusahaan yang berada di Negara berkembang seperti Indonesia, yang ukuran perusahaannya semakin bervariasi seiring dengan *growth* perusahaan, dan otomatis berhubungan dengan kegiatan arus kasnya.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Kebijakan dividen tidak dapat dipisahkan dari teori keagenan (*agency theory*) dan teori kebijakan dividen. Dalam kerangka teori keagenan, hubungan keagenan adalah sebagai kontrak, dimana satu atau beberapa orang (*principal*) memperkerjakan orang lain (agen) untuk melaksanakan sejumlah jasa dan mendelegasikan wewenang untuk mengambil keputusan kepada agen tersebut (Meckling, 1976). Teori keagenan dilandasi oleh tiga buah asumsi, yaitu asumsi tentang sifat manusia, asumsi tentang keorganisasian, dan asumsi tentang informasi (Eisenhardt, 1989). Teori keagenan akan menjadi landasan dalam penelitian ini karena adanya tuntutan perusahaan untuk tuntutan informasi, yaitu bagaimana laporan keuangan mencerminkan hal-hal (dalam hal ini kebijakan dividen) yang akan menjadi hak dari pihak agen.

Menurut teori ini, pembayaran dividen dilakukan apabila perusahaan memiliki dana sisa setelah membiayai investasi-investasi yang memiliki *net present value* positif dengan menggunakan *retained earnings*. Dengan kata lain, pembayaran dividen merupakan prioritas terakhir perusahaan. Apabila perusahaan tidak memiliki dana sisa, maka pembayaran dividen tidak akan dilakukan oleh perusahaan. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan cepat jarang membayarkan dividen dan memiliki *dividend payout ratio* lebih rendah dibandingkan perusahaan yang pertumbuhannya telah melambat (ukuran perusahaan sudah semakin besar). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menahan pendapatannya untuk membiayai proyek-proyek investasi yang layak sehingga rasio pembayaran dividennya kecil. Sebaliknya, perusahaan yang sudah berukuran besar tidak lagi terlalu banyak membiayai proyek-proyek investasi, sehingga lebih banyak menggunakan pendapatannya untuk membayarkan dividen.

### Pengaruh *Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Brittian (1966) berpendapat bahwa arus kas lebih penting dibandingkan dengan *net earnings* dalam menjelaskan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Arus kas dapat menjadi ukuran yang relevan untuk *income* perusahaan terpakai (Brittian, 1966). Untuk menguji efek arus kas terhadap kebijakan dividen perusahaan, *operating cash flow per share* (CFPS) digunakan sebagai *proxy*, karena aktivitas operasional adalah aktivitas yang berhubungan langsung dengan laba/rugi perusahaan yang akan mempengaruhi dividen perusahaan. Dari penjelasan tersebut maka dapat dirumuskan hipotesis:

**H<sub>1</sub>: *operating cash flow per share* (CFPS) berpengaruh positif terhadap *dividend payments*.**

## Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Hubungan Antara *Cash Flow* dengan Kebijakan Dividen

semakin besar nominal *cash flow per share* suatu perusahaan, maka tingkat *dividend payments* juga semakin besar. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan yang memiliki angka *cash flow per share* lebih besar cenderung menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki ukuran perusahaan yang lebih besar, sehingga kemungkinan untuk melakukan pembayaran dividen juga akan semakin besar. Sebaliknya, pada perusahaan yang ukuran perusahaannya kecil maka ada kecenderungan tingkat pembayaran dividen akan semakin rendah.

Hal ini dapat terjadi karena ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Ukuran perusahaan memiliki potensi dalam mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan yang lebih besar memiliki kelebihan di pasar modal untuk meningkatkan dana eksternal, sehingga ketergantungan pendanaan dari internal dapat berkurang (Higgins, 1972). Pendapat lebih jauh, perusahaan yang lebih besar memiliki kecenderungan lebih rendah untuk mengalami kebangkrutan, sehingga kemungkinan untuk membayar dividen juga semakin besar. Hal ini mengimplikasikan hubungan berbanding terbalik antara ukuran perusahaan dengan ketergantungan pada pendanaan internal (Renneboog & Trojanowski, 2005). Sehingga semakin besar ukuran perusahaan diasumsikan untuk membayar dividen lebih banyak. Argumentasi-argumentasi inilah yang menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan dapat memperkuat hubungan antara *cash flow per share* dengan pembayaran dividen.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis kedua sebagai berikut :

**H<sub>2</sub> : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap hubungan antara *cash flow per share* dengan *dividend payments*.**

## Pengaruh *Life Cycle* Perusahaan Terhadap Hubungan Antara *Cash Flow* dengan Kebijakan Dividen

Seperti yang telah dijelaskan pada hipotesis sebelumnya, semakin besar nominal *cash flow per share* suatu perusahaan, maka tingkat *dividend payments* juga semakin besar. Hal ini dapat terjadi karena perusahaan yang memiliki angka *cash flow per share* lebih besar cenderung menunjukkan bahwa perusahaan tersebut adalah perusahaan yang pada umumnya sudah berada di tingkat *growth/ expansion* atau tingkat *mature*. Ketika perusahaan sudah mencapai tingkat ini, maka arus kas juga akan menunjukkan angka yang semakin besar, sehingga dianggap kebijakan pembayaran dividen akan semakin tinggi.

Teori *Life Cycle* digunakan untuk menjelaskan variasi pembayaran dividen di antara perusahaan-perusahaan (Dennis & Osobov, 2007). Penjelasan ini didasarkan pada penjualan antara benefit (*saving* pada harga mengambang) dan *costs* (*agency costs* dari *free cash flow*) dari pembayaran dividen. *Cost* dan benefit ini tidak sama untuk semua perusahaan. Karena kesempatan berinvestasi menurun dan karena akumulasi pendapatan yang tidak terdistribusi, perusahaan yang telah *mature* merasa bahwa pembayaran dividen lebih diperlukan. Kebalikannya, perusahaan yang masih muda perlu untuk membangun cadangan dana untuk kesempatan pertumbuhan finansial perusahaan, yang mengharuskan mereka untuk menahan *earnings*. Argumentasi-argumentasi inilah yang dianggap dapat memperkuat hubungan antara *cash flow per share* dengan kebijakan pembayaran dividen perusahaan.

Rasio *retained earnings* dengan total ekuitas adalah *proxy* logis untuk tahap *life cycle* yang sedang dialami perusahaan, karena rasio ini mengukur sejauh mana perusahaan sudah swadana atau masih mengandalkan dana eksternal. Perusahaan dengan rasio rendah cenderung masih dalam tahap mengandalkan suntikan dana eksternal, sedangkan perusahaan dengan rasio tinggi cenderung sudah mencapai tahap *mature* dengan keuntungan kumulatif yang cukup, sehingga lebih mengandalkan *self-financing*, dan membuat perusahaan semacam ini menjadi kandidat yang lebih baik dalam pembayaran dividen (DeAngelo, DeAngelo, & Stulz, 2006) . Berdasarkan uraian di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis ketiga sebagai berikut :

**H<sub>3</sub> : *Life Cycle* perusahaan berpengaruh positif terhadap hubungan antara *cash flow per share* dengan *dividend payments*.**

## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian

Kebijakan dividen dapat dilihat dari seberapa besar perusahaan membayarkan dividen dalam satu periode. Variabel kebijakan dividen (DPS) dapat diukur dengan menggunakan perbandingan antara jumlah dividen kas yang dibayarkan dan tercantum di laporan arus kas dengan jumlah lembar saham perusahaan yang beredar. Variabel independen di dalam penelitian ini adalah *cash flow per share* (CFPS). *cash flow per share* didapatkan dari perbandingan antara jumlah arus kas aktivitas operasional dengan jumlah lembar saham beredar.

Variabel moderating pertama dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan (SIZE). Ukuran perusahaan adalah ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan diukur dengan nilai logaritma natural dari total asset. Variabel moderating kedua dalam penelitian ini adalah *Life Cycle* perusahaan (LC). Daur hidup perusahaan adalah anggapan bahwa setiap produk akan mengalami evolusi. Ada 4 fase dalam siklus hidup suatu perusahaan, yaitu fase pengenalan (*introducing/ pioneering*), pertumbuhan (*growth/expansion*), kematangan (*mature/harvest*), dan penurunan (*decline*) (Mowen, 2006). Dalam penelitian ini *life cycle* diukur dengan rasio antara *retained earnings* dengan total ekuitas perusahaan. Variabel kontrol pertama dalam penelitian ini adalah profitabilitas (EPS). Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk mencapai laba dengan asset dan ekuitas yang dimiliki (Harahap, 2008). Dalam penelitian ini, profitabilitas diukur dengan menggunakan rasio *Earnings Per Shares*. Variabel kontrol kedua dalam penelitian ini adalah tingkat *leverage* (DR). *leverage* adalah proporsi antara kewajiban yang dimiliki dan total asset yang dimiliki perusahaan. Dalam penelitian ini, *leverage* diukur dengan perbandingan antara total liabilitas dengan total *asset* perusahaan.

### Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini mencakup semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Adapun periode yang digunakan dalam penelitian ini adalah tahun 2010-2012. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu sampel dipilih dengan menggunakan pertimbangan tertentu yang disesuaikan dengan tujuan penelitian atau masalah penelitian yang dikembangkan. Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penentuan sampel penelitian, antara lain:

1. Perusahaan termasuk kategori perusahaan manufaktur dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam periode tahun 2010-2012. Alasan dipilihnya perusahaan manufaktur adalah karena jenis perusahaan ini mendominasi perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan yang dipilih adalah lebih diutamakan perusahaan manufaktur yang melakukan pembagian dividen kas (*cash dividend*), dengan alasan jenis perusahaan yang melakukan pembayaran dividen kas lebih sesuai dengan penelitian ini, yang meneliti kebijakan dividen perusahaan.
3. Laporan keuangan berakhir 31 Desember lengkap dengan catatan atas laporan keuangan. Alasannya, kriteria ini berguna untuk menunjukkan kelengkapan data yang saling berkaitan dengan data yang digunakan sesuai model penelitian.
4. Perusahaan yang menjadi sampel penelitian menerbitkan laporan keuangan auditan selama tiga tahun berturut-turut, yaitu periode tahun 2010 sampai dengan tahun 2012.

### Metode Analisis

Uji hipotesis dilakukan dengan analisis regresi berganda (*multiple regression*) dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA) sebagai berikut:

1.  $DPS = \alpha + \beta_1 CFPS + \beta_2 EPS + \beta_3 DR + \varepsilon$
2.  $DPS = \alpha + \beta_1 CFPS + \beta_2 SIZE + \beta_3 CFPS.SIZE + \beta_4 EPS + \beta_5 DR + \varepsilon$
3.  $DPS = \alpha + \beta_1 CFPS + \beta_2 LC + \beta_3 CFPS.LC + \beta_4 EPS + \beta_5 DR + \varepsilon$

Keterangan:

$\alpha$  = konstanta

DPS = *dividend payments per share*, diartikan sebagai perbandingan antara sejumlah kas yang dikeluarkan untuk pembayaran dividen per lembar saham

- CFPS = *cash flow per share* (total arus kas operasional per lembar saham)  
 SIZE = ukuran perusahaan (logaritma natural dari total asset)  
 LC = *life cycle* atau tingkat *maturity* perusahaan (rasio antara *retained earnings* dan total ekuitas)  
 EPS = *earnings per share*  
 DR = *debt ratio* perbandingan antara total kewajiban dan total asset perusahaan.  
 ε = variabel gangguan (*error*)

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Obyek Penelitian

Berdasarkan data yang diperoleh dari BEI dan ICD, jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar dari 2010 sampai 2012 adalah sebanyak 277 perusahaan. Dengan kriteria yang telah ditentukan untuk menggunakan *purposive sampling*, ada 133 perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria. Penentuan kriteria sampel dalam penelitian ini dideskripsikan pada tabel berikut:

**Tabel 1**  
Perolehan Sampel Penelitian

No.	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2010 – 2012	277
2	Perusahaan manufaktur yang tidak melakukan pembayaran dividen kas	(123)
3	Perusahaan manufaktur yang tidak memiliki data lengkap	(10)
4	Perusahaan manufaktur mengalami kerugian	(11)
	Jumlah perusahaan	133

**Tabel 2**  
Distribusi Sampel

Tahun	N	Presentase total
2010	36	27%
2011	48	36%
2012	49	37%
<b>Jumlah</b>	<b>133</b>	<b>100%</b>

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2013

Pada tahun 2010, jumlah perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel adalah sebanyak 33 perusahaan atau sebanyak 27% dari total sampel. Untuk periode tahun 2011, perusahaan yang digunakan sebagai sampel adalah sebanyak 43 perusahaan atau 35% dari total sampel. Yang terakhir, yaitu untuk tahun 2012 digunakan 46 perusahaan sebagai sampel, atau sebesar 38% dari total perusahaan sampel.

**Tabel 3**  
Hasil Analisis Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPS1	133	.29	3034175.10	23831.8349	263036.83568
CFPS	133	-168.0839	25622.2117	1101.033414	3200.8330894
SIZE	133	10.8932	14.2607	12.354886	.6423734
LC	133	-26.3383	5.3052	.410029	2.4092856
EPS	133	-44.6600	21516.0000	1113.868571	3078.0444864
DR	133	.0977	1.0229	.430831	.1819948
Valid (listwise)	N 133				



Dari tabel 3 di atas, dapat disimpulkan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI memiliki nilai rata-rata untuk pembayaran dividen per lembar saham (DPS1) sebesar Rp 23.831,83. Nilai data pembayaran dividen tertinggi adalah Rp 3.034.175,10 dan nilai terendahnya adalah Rp 0,29, dengan nilai standar deviasi sebesar 263.036,83.

Nilai rata-rata dari *cash flow per share* (CFPS) perusahaan manufaktur terdaftar BEI periode 2010-2012 adalah Rp 1.101,03. Di tabel juga ditunjukkan bahwa nilai tertinggi *cash flow* adalah Rp 25.622,21 dan nilai terendahnya sebesar Rp (168,08), dengan nilai standar deviasi sebesar 3.200,83. Nilai dari variabel CFPS ini adalah total *cash flow per share*.

Dari tabel juga dapat diketahui nilai rata-rata *retained earning* terhadap total ekuitas untuk *proxy* perhitungan variabel *life cycle* (LC) dari perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel sebesar 0,41. Nilai tertinggi rasio *retained earning* terhadap total ekuitas dari data variabel LC adalah 5,30 dan nilai terendahnya adalah -26,33 dengan nilai standar deviasi sebesar 2,40.

Pada variabel ukuran perusahaan (SIZE) dapat diketahui dari tabel bahwa nilai rata-rata ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma natural dari total asset perusahaan manufaktur *listed* BEI 2010-2012 adalah sebesar 12,35. Nilai tertinggi dari variabel SIZE adalah 14,26 dan nilai terendahnya sebesar 10,89, dengan nilai standar deviasi sebesar 0,64.

Dalam penelitian ini juga dimasukkan 2 variabel kontrol, yaitu *earning per share* (EPS) dan tingkat *leverage* perusahaan (DR). Variabel EPS merupakan hasil logaritma natural dari total nominal EPS perusahaan untuk menyempitkan nilai standar deviasinya. Variabel kontrol DR didapatkan dari hasil perbandingan antara total liabilitas dengan total asset perusahaan.

Untuk variabel EPS, diketahui dari tabel bahwa variabel EPS memiliki rata-rata nilai Rp 1.113,86, nilai tertinggi data diketahui sebesar Rp 21.516,00 dan nilai terendahnya Rp (44,66), dengan nilai standar deviasinya sebesar 3.078,44. Pada tabel juga didapatkan nilai rata-rata untuk variabel DR sebesar 0,43. Nilai tertinggi variabel DR adalah sebesar 1,02, dan nilai terendahnya sebesar 0,09 dengan nilai standar sebesar 0,18.

### Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan pengujian asumsi klasik, model regresi yang digunakan dalam penelitian ini telah lolos uji multikolinearitas dengan nilai *Tolerance* di atas 0,1 dan VIF dibawah 10 untuk semua variabel bebas, uji heterokedastisitas dengan menggunakan uji Glejser dengan hasil signifikansi di atas 0,05 untuk semua variabel bebas, uji autokorelasi dengan menggunakan *Runs Test* dengan signifikansi di atas 0,05 untuk residual model regresi, dan uji normalitas dengan menggunakan *one sample Kolmogorov-Smirnov*, yang ada di atas tingkat signifikansi 0,05 untuk residual model regresinya.

Tabel 4  
Hasil Uji Regresi Hipotesis Penelitian (T, R<sup>2</sup>, F)

Variabel	Model 1 <sup>(a)</sup>		Model 2 <sup>(a)</sup>		Model 3 <sup>(a)</sup>	
	B	Sig.	B	Sig.	B	Sig.
Constant	-1,412	0,000*	-2,647	0,134	-1,066	0,024*
Ln.CFPS	0,231	0,030*	0,246	0,018*	0,261	0,014*
SIZE	-	-	0,094	0,520	-	-
CFPS.SIZE	-	-	0,194	0,022*	-	-
Ln.LC	-	-	-	-	0,284	0,102
CFPS.LC	-	-	-	-	0,140	0,037*
Ln.EPS	0,826	0,000*	0,836	0,000*	0,756	0,000*
DR	-0,288	0,589	-0,495	0,354	-0,425	0,424
R <sup>2</sup> (%)	81,3		82,4		82,1	
Adjusted R <sup>2</sup> (%)	80,8		81,6		81,2	
Regression F	160,736 (0,000)*		101,959 (0,000)*		99,772 (0,000)*	

(a) Variabel dependen : Ln.DPS ; \*signifikan pada level 5% atau 0,05

Berdasarkan tabel 4 maka dapat dibuat persamaan masing-masing model sebagai berikut :  
Model 1:  $DPS = -1,412 + 0,231 CFPS + 0,826 EPS - 0,288 DR$

Model 2:  $DPS = -2,647 + 0,246 CFPS + 0,094 SIZE + 0,194 CFPS.SIZE + 0,836 EPS - 0,495 DR$

Model 3 :  $DPS = -1,066 + 0,261 CFPS + 0,284 LC + 0,140 CFPS.LC + 0,756 EPS - 0,425 DR$

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa *cash flow per share* memiliki nilai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0,231. Tingkat signifikansi yang didapat dari hasil uji regresi dengan variabel dependen *dividend payments* adalah sebesar 0,030 dimana hasil ini lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Dari angka-angka ini maka dapat disimpulkan bahwa *cash flow* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini sesuai dengan pernyataan yang berargumentasi bahwa *cash flow* lebih penting dalam menjelaskan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen dibanding *net earnings* (Brittian, 1966). Hal ini juga sejalan dengan argumentasi bahwa arus kas dipertimbangkan sebagai ukuran yang relevan untuk *income* perusahaan yang terpakai, salah satunya adalah untuk pembayaran dividen kas (Al-Ajmi & Abo Hussain, 2011). Dari hasil statistik yang juga dipertimbangkan dengan uraian argumentasi yang ada, maka *cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividends payments*, sehingga hipotesis pertama (**H<sub>1</sub>**) dalam penelitian ini diterima.

Berdasarkan tabel 4 untuk model 2 moderating SIZE, dapat dilihat bahwa variabel moderating ukuran perusahaan memiliki nilai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0,194. Tingkat signifikansi moderating ukuran perusahaan pada model 2 adalah sebesar 0,022 dimana lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Dalam hasil uji-t model 2 juga diketahui bahwa variabel Ln.CFPS yang mewakili *cash flow* juga berada pada nilai signifikansi 0,018 dimana lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$  dengan arah positif sebesar 0,246. maka dapat disimpulkan bahwa moderating ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap hubungan antara *cash flow* dengan *dividends payments* perusahaan.

Hasil ini sesuai dengan pendapat bahwa perusahaan yang lebih besar memiliki kecenderungan yang semakin besar pula untuk melakukan pembayaran dividen (Renneboog & Trojanowski, 2005). Hasil ini juga menunjukkan kesesuaian dengan analisis model BCG yang mengemukakan bahwa semakin matang suatu perusahaan, maka ukuran perusahaan juga akan berkembang serta diikuti dengan naiknya besar arus kas (Anthony & Govindarajan, 2007), sehingga semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen, sesuai argumentasi hubungan arus kas dan kebijakan dividen yang ada pada penjelasan hipotesis I. Dengan melihat hasil statistik dan juga kesesuaiannya dengan argumentasi-argumentasi di atas, maka hipotesis kedua (**H<sub>2</sub>**) dalam penelitian ini diterima.

Dari tabel 4 untuk model 3 moderating *Life Cycle*, dapat dilihat bahwa variabel moderating LC memiliki nilai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0,140. Tingkat signifikansi moderating ukuran perusahaan pada model 3 adalah sebesar 0,037 dimana lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ . Dalam hasil uji-t model 3 juga diketahui bahwa variabel Ln.CFPS yang mewakili *cash flow* juga berada pada nilai signifikansi 0,014 dimana lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$  dengan arah positif sebesar 0,261. maka dapat disimpulkan bahwa moderating *life cycle* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap hubungan antara *cash flow* dengan *dividends payments* perusahaan.

Hasil ini sesuai dengan pernyataan bahwa *life cycle* dapat digunakan untuk menjelaskan variasi pembayaran dividen pada perusahaan-perusahaan (Dennis & Osobov, 2007). Perusahaan dengan rasio tinggi cenderung sudah mencapai tahap *mature* dengan keuntungan kumulatif yang cukup, sehingga lebih mengandalkan *self-financing*, dan membuat perusahaan semacam ini menjadi kandidat yang lebih baik dalam pembayaran dividen (DeAngelo, DeAngelo, & Stulz, 2006). Hal ini juga menunjukkan kesesuaian dengan model analisis BCG yang sangat erat, dimana semakin matang fase suatu perusahaan, maka arus kas juga akan semakin besar hingga mencapai fase yang benar-benar stabil (Anthony & Govindarajan, 2007). Dengan adanya arus kas yang besar dan stabil, maka perusahaan memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk membayar dividen. Dengan melihat hasil statistik dan juga kesesuaiannya dengan argumentasi-argumentasi di atas, maka hipotesis ketiga (**H<sub>3</sub>**) dalam penelitian ini diterima.

## KESIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa arus kas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Ukuran perusahaan dan *life cycle* perusahaan juga diketahui melalui penelitian ini memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap hubungan

antara *cash flow* dengan kebijakan dividen perusahaan. Dengan adanya temuan berikut, maka arus kas, ukuran perusahaan (yang dilihat dari besar total asset) dan tingkat *maturity* perusahaan dapat dijadikan pertimbangan bagi pengguna laporan keuangan, khususnya para investor dan *shareholders* dalam mengambil keputusan investasi, atau keputusan pembagian dividen kas bagi perusahaan.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. *Pertama*, variabel dependen dalam penelitian hanya diambil sampel dari jenis dividen kas, sehingga belum mencakup semua jenis dividen, yaitu dividen kas (*cash dividend*) dan dividen saham (*stock dividend*). *Kedua*, penelitian ini hanya memfokuskan penelitian pada perusahaan manufaktur saja yang terdaftar di BEI pada tahun 2010-2012. Yang *ketiga*, penelitian ini hanya mengambil ukuran perusahaan dan *life cycle* sebagai variabel moderasi, sehingga masih belum mencantumkan pengembangan model analisis atau issue lain yang memiliki kemungkinan berhubungan dengan kebijakan pembayaran dividen perusahaan.

Atas dasar keterbatasan tersebut, untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk (1) mengambil variabel terikat tidak terbatas pada dividen kas saja, namun dapat mempertimbangkan *stock dividends*, *property dividends*, jenis dividen lainnya atau jumlah dividen secara keseluruhan yang bisa dihubungkan dengan *share price*, struktur kepemilikan, atau rasio tangibilitas (*tangibility*) perusahaan; (2) mengambil sampel penelitian tidak hanya terbatas pada jenis perusahaan manufaktur dan periode penelitian yang tidak terbatas pada 3 tahun sampel untuk menambah komparabilitas dan validitas penelitian; dan (3) penelitian selanjutnya dapat menggunakan model analisis yang lain atau issue yang sedang menjadi diskusi untuk pengembangan model penelitian disamping model analisis BCG *matrix* yang digunakan dalam penelitian ini untuk pengembangan moderasi penelitian. Model analisis yang menjadi rujukan untuk penelitian selanjutnya dapat berupa CSR, kinerja karyawan, atau juga tangibilitas perusahaan yang dapat dijadikan variabel bebas penelitian selanjutnya.

## REFERENSI

- Agrawal, A., & Narayanan, J. (1994). The Dividend Policies of All-equity Firms : a direct test of the free cash flow theory. *Managerial and Decision Economics* , 15, pp 139-48.
- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Dividend policy and the organization of capital markets. *Journal of Multinational Financial Management* , 13, pp. 439-48.
- Al-Ajmi, J., & Abo Hussain, H. (2011). Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Risk Finance* , 12 No.1, pp. 41-56.
- Analisa, Y. (2011). *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Profitabilitas, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan*. Semarang: FEB Universitas Diponegoro.
- Anthony, R., & Govindarajan, V. (2007). *Management Control Systems* (12 ed.). Boston: McGraw-Hill.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital Structure in Developing Countries. *Journal of Finance* , 56, pp 259-70.
- Brittian, J. (1966). *Corporate Dividend Policy*. Washington DC: Brookings Institution.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of life-cycle theory. *Journal of Financial Economics* , 81, pp. 227-54.
- Dennis, D., & Osobov, I. (2007). Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. available at: <http://ssrn.com/abstract=887643>.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assesment and Review. *Academy of Management Review*, 14 , 57-74.



- FASB. *Statement of Financial Accounting Concept No.6, Prg 25/1985*. available at: <[www.fasb.org/Statement\\_of\\_Financial\\_Accounting\\_Concept\\_html/](http://www.fasb.org/Statement_of_Financial_Accounting_Concept_html/)>.
- Goergen, M., Lenneboog, L., & da Silva, L. (2005). When do German firms change their dividends? *Journal of Corporate Finance* , 11, pp. 375-99.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance* , 62, pp. 1649-84.
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. (2003). Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany. *European Economic Review* , 47 No.4, pp. 731-58.
- Hatta, A. J. (2002). *Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder*. Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Proklamasi Yogyakarta.
- Higgins, R. (1972). The Corporate Dividend-saving Decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 7 No. 2 , 1527-41.
- IAI. (2009). *Standar Akuntansi Indonesia*. Jakarta: Salemba Empat.
- Jensen, M. (1986). Agency cost free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* , 76 No.2, pp. 323-9.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review* , 46, pp. 97-113.
- Meckling, M. J. (1976). Theory of the Firm; Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* , 305-360.
- Megantara, S. R. (2011). *Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Ditinjau Dengan Teori Persinyalan Pada Perusahaan yang Tercatat di BEI*. Semarang: UNNES.
- Mowen, H. (2006). *Management Accounting* (7 ed., Vol. 1). Jakarta: Salemba Empat.
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2005). Control Structures and Payout Policy. *ECGI - Finance Working Paper no. 80/2005* , available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=925190>.
- Scott, W. R. (2000). *Financial Accounting Theory. Second Edition*. Canada: Prentice-Hall Canada, Inc.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2009). *Fundamentals of Financial Management : Prinsip - prinsip Manajemen Keuangan* (12 ed., Vol. 1). Jakarta: Salemba Empat.