

KEPUTUSAN PENDANAAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN PADA TAHAP *GROWTH* DAN *MATURE*

Faznil Husna S. Rasyad¹ & Suad Husnan²

¹Universitas Negeri Padang, ²Universitas Gadjah Mada

Abstract: *This study empirically examines the Pecking Order Theory and Dividend Residual Theory in growth and mature firms, whether the growth firms tend to be stronger following the Pecking Order Theory and Dividend Residual Theory than mature firms. In addition, this study also examine whether the proportion of long-term debt and the proportion of retained earnings growth firms higher than mature firms. The sample used is non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange 2010-2013. Hypothesis testing using simple regression analysis and Independent Sample T-Test. The results showed that both groups of growth and mature firms not follow Pecking Order Theory in the capital structure decision, but for testing Dividend Residual Theory indicate that the growth firms tend to be stronger following the Dividend Residual Theory in dividend policy, while mature firms do not follow the Dividend Residual Theory in policy dividend. Independent Sample T-Test results showed that the proportion of long-term debt and the proportion of retained earnings growth firms higher than mature firms.*

Keyword: *Pecking Order Theory, Dividend Residual Theory, Life Cycle of Firms*

PENDAHULUAN

Perusahaan sama halnya dengan produk juga mengalami tahapan siklus hidup. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Gup dan Agrawal (1996), tahapan siklus hidup perusahaan terdiri dari tahap *pioneering*, *expansion*, *stabilization*, dan *declines*. Tahap *pioneering* merupakan tahap awal (*introduction*) yang ditandai dengan pengenalan produk baru di pasar, biaya pemasaran dan pengembangan produk tinggi, penjualan masih rendah, dan masih mengalami kerugian sehingga tidak ada pembayaran dividen. Tahap *expansion* merupakan tahap pertumbuhan (*growth*) dengan karakteristik pertumbuhan penjualan tinggi, mulai memperoleh keuntungan, dan mulai membayar dividen. Tahap *stabilization* (*mature*), tingkat penjualan mulai menurun, perusahaan memperoleh keuntungan yang tinggi sehingga pembayaran dividen lebih tinggi daripada tahap *growth*, namun pertumbuhan perusahaan mulai melambat. Tahap *decline* ditandai dengan penurunan penjualan dan profit.

Dari setiap tahapan siklus hidup tersebut, perusahaan mengalami kondisi yang berbeda-beda. Oleh sebab itu, manajemen perlu mempertimbangkan keputusan pendanaan dan kebijakan dividen yang tepat agar sesuai dengan kondisi perusahaan. Berbagai penelitian terkait keputusan pendanaan dan kebijakan dividen telah banyak dilakukan. Para akademisi dan praktisi juga telah mengembangkan berbagai teori untuk menjelaskan keputusan pendanaan dan kebijakan dividen.

Salah satu teori keputusan pendanaan yang sering menjadi perbincangan adalah *Pecking Order Theory*. *Pecking Order Theory* menjelaskan urutan preferensi penggunaan dana, yaitu dimulai dari pendanaan internal (laba ditahan), utang, dan menerbitkan saham sebagai alternatif terakhir (Hanafi, 2004: 314). *Pecking Order Theory* juga terkait dengan adanya informasi yang tidak simetris seperti yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1977) dalam Hanafi (2004: 315). Menurut Myers dan Majluf, ada informasi yang tidak simetris antara manajer dengan pihak luar dimana manajer memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak luar (Hanafi, 2004: 315). Dilihat dari kerangka asimetris informasi, utang mempunyai asimetri informasi yang lebih kecil dibandingkan saham. Oleh sebab itu, dalam perspektif *Pecking Order Theory* penerbitan saham menjadi alternatif paling akhir

dalam mencari sumber pendanaan. Dana internal bebas dari biaya asimetri informasi sehingga dana internal akan dipilih pertama kali jika perusahaan membutuhkan dana (Hanafi, 2004: 316).

Berbagai penelitian terkait *Pecking Order Theory* pada perusahaan dalam tahapan siklus hidup antara lain dilakukan oleh Shyam-Sunder and Myers (1999), Frank and Goyal (2003), Rahman and Arifuzzaman (2014), Fama and French (2002), Hussain and Nivorozhkin (1997), Vanacker dan Manigart (2008), Bulan dan Yan (2010), Ivashkovskaya et al. (2010), dan Salehnejad dan Shahiazar (2014). Penelitian mereka menemukan hasil yang berbeda-beda tentang pengujian teori keputusan pendanaan. Penelitian Shyam-Sunder and Myers (1999) menemukan bahwa perusahaan *mature* lebih sesuai dengan *Pecking Order Theory* dalam keputusan pendanaannya. Penelitian yang dilakukan oleh Frank dan Goyal (2003) menemukan bahwa *financing deficit* mempengaruhi penambahan utang dan sekaligus mendukung *Pecking Order Theory*. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Rahman dan Arifuzzaman (2014) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di U.K tidak mendukung *Pecking Order Theory* dalam keputusan pendanaannya. Penelitian yang dilakukan oleh Fama and French (2002) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki profit yang tinggi memiliki *leverage* yang rendah karena investasi sudah mulai terbatas sehingga tidak diperlukan penambahan utang. Berbeda dengan penelitian Hussain and Nivorozhkin (1997) yang menemukan bahwa perusahaan besar dan memiliki posisi kas yang kuat memiliki *leverage* yang tinggi.

Penelitian Bulan dan Yan (2010) menemukan bahwa perusahaan *mature* cenderung lebih kuat mengikuti *Pecking Order Theory* dibandingkan perusahaan *growth*. Penelitian yang dilakukan oleh Ivashkovskaya et al. (2010) menemukan bahwa perusahaan *growth* dan *mature* tidak mendukung *Pecking Order Theory* dalam keputusan pendanaannya. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan Salehnejad dan Shahiazar (2014) yang menemukan bahwa perusahaan pada tahap *growth* mengikuti *Pecking Order Theory* dalam struktur modalnya, sedangkan perusahaan pada tahap *mature* dan *decline* tidak mengikuti *Pecking Order Theory* dalam struktur modalnya.

Dalam penelitian ini diharapkan perusahaan *growth* lebih kuat mengikuti *Pecking Order Theory* dibandingkan perusahaan *mature*. Hal ini

dikarenakan perusahaan dalam tahap *growth* memiliki investasi yang lebih tinggi dan keuntungan yang lebih rendah dibandingkan perusahaan *mature* sehingga perusahaan *growth* lebih memerlukan tambahan dana eksternal yang lebih besar dibandingkan perusahaan *mature*. Perusahaan *mature* memiliki profitabilitas yang lebih tinggi namun investasi mulai terbatas sehingga tambahan dana eksternal yang dibutuhkan tidak sebesar perusahaan *growth*. Dengan demikian, diharapkan perusahaan *growth* cenderung lebih kuat mengikuti *Pecking Order Theory* dibandingkan perusahaan *mature*.

Namun, proporsi penggunaan utang pada perusahaan *growth* diharapkan lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan *mature* karena perusahaan *growth* memiliki pertumbuhan yang lebih tinggi dan keuntungan perusahaan juga lebih kecil dibandingkan perusahaan *mature*, sehingga kebutuhan pendanaan perusahaan *growth* lebih besar dan dana internal tidak cukup memenuhi kebutuhan pendanaan yang diperlukan oleh perusahaan. Oleh sebab itu, perusahaan *growth* akan menggunakan utang untuk memenuhi kebutuhannya. Hal ini sejalan dengan temuan penelitian yang dilakukan oleh Primudyastono (2012) yang menemukan bahwa rerata proporsi penggunaan utang tertinggi terjadi pada fase *growth* dibandingkan dengan rerata proporsi penggunaan utang pada fase *introduction* dan *mature*. Oleh sebab itu, dalam penelitian ini diharapkan proposi penggunaan utang pada fase *growth* lebih tinggi dibandingkan perusahaan *mature*.

Kebijakan dividen pada perusahaan dalam tahapan siklus hidup yang berbeda juga menjadi keputusan penting bagi perusahaan. Salah satu teori yang telah dikembangkan adalah Teori Dividen Residual. Teori Dividen Residual menjelaskan bahwa besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dipengaruhi oleh ada tidaknya kesempatan investasi yang menguntungkan (Husnan dan Pudjiastuti, 2006: 304). Apabila terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan, maka dana yang dimiliki oleh perusahaan akan digunakan untuk membiayai investasi tersebut, kemudian jika terdapat sisa dana akan didistribusikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Beberapa penelitian yang mendukung Teori Dividen Residual pada tahapan siklus hidup yaitu penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (2001), De Angelo et al. (2006),

Wang et al. (2011), Thanatawee (2011), dan penelitian Fairchild et al. (2014).

Hasil temuan Fama dan French (2001) menunjukkan perusahaan yang membayar dividen tunai memiliki profitabilitas yang tinggi dengan peluang investasi yang rendah dan ukuran perusahaannya besar dibanding dengan perusahaan yang tidak membayar dividen. Sedangkan perusahaan yang profitabilitasnya rendah dengan peluang investasi yang tinggi cenderung mempertahankan labanya dan jika membayarkan dividen dalam bentuk saham. De Angelo et al. (2006) yang meneliti kebijakan dividen dengan pengujian *life cycle theory* menemukan bahwa terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara probabilitas pembayaran dividen tunai dengan *capital mix* (RE/TE dan RE/TA). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki *retained earnings* yang tinggi melakukan pembayaran dividen kepada para pemegang saham.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Wang et al. (2011) menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih muda dengan potensi pertumbuhan yang tinggi tetapi memiliki profit yang rendah mendistribusikan lebih banyak *stock dividend* dibandingkan *cash dividend*. Sedangkan perusahaan pada tahap *mature* dengan pertumbuhan yang lebih rendah tetapi memiliki profit yang lebih besar cenderung mendistribusikan *cash dividend* dibandingkan *stock dividend*. Penelitian yang dilakukan oleh Thanatawee (2011) menemukan bahwa perusahaan besar dan memiliki profit yang tinggi dengan *free cash flow* yang tinggi cenderung membayarkan dividen yang tinggi kepada para pemegang saham, sedangkan perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi cenderung membayarkan dividen yang rendah kepada para pemegang saham.

Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Fairchild et al. (2014) juga menemukan bahwa perusahaan yang memiliki *cash flow* yang tinggi cenderung meningkatkan pembayaran dividen, sedangkan perusahaan dengan *cash flow* yang rendah cenderung mengurangi pembayaran dividen. Hal ini sejalan dengan *free cash flow hypothesis*. Selanjutnya, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan *mature* memiliki kebijakan dividen yang stabil, sehingga sejalan dengan *life cycle hypothesis*.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut yang mendukung teori-teori yang telah dijelaskan, perusahaan pada tahap *growth* akan cenderung

menggunakan laba ditahan untuk membiayai investasinya sehingga membagikan dividen dengan jumlah yang rendah atau tidak membagikan dividen sama sekali kepada pemegang sahamnya. Hal ini sesuai dengan Teori Dividen Residual.

Namun, dalam penelitian ini diharapkan perusahaan *growth* cenderung lebih kuat mengikuti Teori Dividen Residual dimana teori ini menjelaskan bahwa besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dipengaruhi oleh ada tidaknya kesempatan investasi yang menguntungkan (Husnan dan Pudjiastuti, 2006: 304). Sesuai dengan hal tersebut, perusahaan *growth* memiliki kesempatan investasi yang lebih besar daripada perusahaan *mature* karena pertumbuhan yang lebih tinggi sehingga dana yang dimiliki oleh perusahaan akan digunakan terlebih dahulu untuk membiayai investasi tersebut dan jika ada sisa dana akan didistribusikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Selain itu, perusahaan *growth* memiliki investasi yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan *mature*, sehingga laba ditahan yang dimiliki perusahaan *growth* lebih besar dibandingkan perusahaan *mature*.

Penelitian yang telah dijelaskan tersebut menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Hal ini menunjukkan masih adanya *research gap* sehingga perlu dilakukan penelitian lebih lanjut. Oleh sebab itu, penelitian ini menguji secara empiris *Pecking Order Theory* dan Teori Dividen Residual pada kelompok perusahaan *growth* dan *mature*, apakah perusahaan dalam tahap *growth* cenderung lebih kuat mengikuti *Pecking Order Theory* dan Teori Dividen Residual dibandingkan perusahaan dalam tahap *mature*. Selain itu, penelitian ini juga menguji apakah proporsi utang jangka panjang dan proporsi laba ditahan perusahaan *growth* lebih tinggi dibandingkan perusahaan *mature*.

TELAAH LITERATUR

Struktur Modal

Menurut Brigham dan Houston (2011: 151), struktur modal adalah pencampuran dari utang dan ekuitas perusahaan. Perusahaan yang memiliki keinginan untuk terus tumbuh akan membutuhkan modal. Modal perusahaan tersebut dapat dalam bentuk utang ataupun ekuitas (Brigham dan Houston, 2011: 151).

Para praktisi dan akademisi telah mengembangkan berbagai teori terkait dengan

struktur modal. Teori yang sering menjadi perbincangan adalah *Pecking Order Theory*. *Pecking Order Theory* dikemukakan oleh Donald Donaldson tahun 1961 dengan melakukan pengamatan terhadap perilaku struktur modal perusahaan di Amerika Serikat (Hanafi, 2004: 313). Hasil pengamatannya menyimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki keuntungan yang tinggi cenderung menggunakan utang yang lebih rendah. *Pecking Order Theory* menjelaskan preferensi urutan pendanaan perusahaan yang dimulai dengan dana internal terlebih dahulu dan menerbitkan saham sebagai pilihan yang terakhir. Dalam Hanafi (2004: 313), urutan pendanaan dalam *Pecking Order Theory* adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan memilih pendanaan internal yang diperoleh dari laba (keuntungan) yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2. Perusahaan juga berusaha menyesuaikan rasio pembayaran dividen yang ditargetkan secara konstan.
3. Karena kebijakan dividen yang konstan, digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi, maka jika pendanaan internal tidak mencukupi kebutuhan, perusahaan akan mengurangi saldo kas dan menjual surat berharga yang dimiliki.
4. Jika perusahaan memerlukan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal yang paling aman terlebih dahulu, yaitu dimulai dengan utang, surat berharga campuran seperti obligasi konvertibel, dan penerbitan saham sebagai alternative terakhir.

Pecking Order Theory juga bisa dijelaskan dengan teori asimetri informasi (Hanafi, 2004: 315). Dalam konteks asimetri informasi, dana internal mempunyai biaya asimetri yang paling kecil, utang mempunyai biaya asimetri yang lebih rendah dibandingkan saham, dan biaya asimetri saham adalah yang paling mahal. Maka, dalam teori asimetri informasi urutan preferensi penggunaan dana sama dengan *Pecking Order Theory* yang didasarkan pada biaya asimetri yaitu: dana internal, utang, dan penerbitan saham.

Kebijakan Dividen

Dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain* (Hanafi, 2004: 361). Dividen dibagikan kepada pemegang saham sebagai keuntungan yang diperoleh perusahaan. Namun, tidak semua

perusahaan membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya, karena laba tersebut ditahan untuk diputar kembali dalam mendanai aktivitas perusahaan. Hal ini tergantung kebijakan dividen yang diterapkan oleh masing-masing perusahaan.

Berbagai teori dividen telah dikembangkan oleh beberapa ahli, salah satunya adalah Teori Dividen Residual. Menurut teori ini, perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai (Hanafi, 2004: 372). Hal ini menggambarkan dividen yang dibayarkan merupakan sisa (residual) dari laba perusahaan.

Berdasarkan Teori Dividen Residual, suatu perusahaan akan mengikuti empat langkah berikut ini ketika menentukan sasaran rasio pembayarannya (Brigham dan Houston, 2011: 219):

- 1) Perusahaan menentukan anggaran modal yang optimal.
- 2) Perusahaan menentukan jumlah ekuitas yang dibutuhkan untuk mendanai anggaran tersebut, dengan mempertimbangkan struktur modal sarannya.
- 3) Perusahaan menggunakan laba ditahan untuk memenuhi persaratan ekuitas.
- 4) Perusahaan membayar dividen hanya jika tersedia laba dalam jumlah yang lebih besar daripada yang dibutuhkan untuk mendukung anggaran modal yang optimal.

Siklus Hidup Perusahaan

Dalam penelitiannya, Gup dan Agrawal (1996), membagi tahapan siklus hidup perusahaan ke dalam empat tahapan, yaitu fase *pioneering*, *expansion*, *stabilization*, dan *decline*. Tahap *pioneering* merupakan tahap awal (*introduction*) yang ditandai dengan pengenalan produk baru di pasar, biaya pemasaran dan pengembangan produk tinggi, penjualan masih rendah, dan masih mengalami kerugian sehingga tidak ada pembayaran dividen. Tahap *expansion* merupakan tahap pertumbuhan (*growth*) dengan karakteristik pertumbuhan penjualan tinggi, mulai memperoleh keuntungan, dan mulai membayar dividen. Pada tahap *stabilization* (*mature*), tingkat penjualan mulai menurun, perusahaan memperoleh keuntungan yang tinggi sehingga pembayaran dividen lebih tinggi daripada tahap *growth*, namun pertumbuhan perusahaan mulai melambat. Tahap *decline* ditandai dengan penurunan penjualan dan profit. Sedangkan Damodaran (2004) membagi

tahapan siklus hidup perusahaan ke dalam lima tahap, yaitu tahap *start-up*, *expansion*, *high growth*, *mature growth*, dan *decline*.

Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian untuk menguji *Pecking Order Theory* pada kondisi perusahaan dalam tahapan siklus hidup menghasilkan temuan yang berbeda-beda, yaitu penelitian yang dilakukan oleh Bulan dan Yan (2010) yang menemukan bahwa perusahaan *mature* cenderung lebih kuat mengikuti *Pecking Order Theory* dibandingkan perusahaan *growth*. Penelitian yang dilakukan oleh Ivashkovskaya et al. (2010) menemukan bahwa perusahaan *growth* dan *mature* tidak mendukung *Pecking Order Theory* dalam keputusan pendanaannya. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan Salehnejad dan Shahiazar (2014) yang menemukan bahwa perusahaan pada tahap *growth* mengikuti *Pecking Order Theory* dalam struktur modalnya, sedangkan perusahaan pada tahap *mature* dan *decline* tidak mengikuti *Pecking Order Theory* dalam struktur modalnya.

Selanjutnya, penelitian yang dilakukan oleh Primudyastono (2012) menguji *Pecking Order Theory* pada siklus hidup perusahaan di Indonesia periode 1991-2010. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa rerata proporsi penggunaan utang tertinggi terjadi saat fase *growth*, sementara rerata proporsi penggunaan utang pada fase *introduction* dan *maturity* tidak begitu berbeda.

Penelitian terkait kebijakan dividen pada berbagai tahapan siklus hidup perusahaan antara lain penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (2001) yang menguji faktor penentu probabilitas pembayaran dividen. Hasil temuan Fama dan French (2001) menunjukkan perusahaan yang membayar dividen tunai memiliki profitabilitas yang tinggi dengan peluang investasi yang rendah dan ukuran perusahaannya besar dibanding yang tidak membayar dividen. Sedangkan perusahaan yang profitabilitasnya rendah dengan peluang investasi yang tinggi cenderung mempertahankan labanya dan jika membayar dividen dalam bentuk saham.

Selain itu, Wang et al. (2011) melakukan penelitian yang menguji kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Taiwan dan menguji *life cycle hypothesis*. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih muda dengan potensi pertumbuhan yang tinggi tetapi memiliki profit yang rendah

mendistribusikan lebih banyak *stock dividend* dibandingkan *cash dividend*. Sedangkan perusahaan pada tahap *mature* dengan pertumbuhan yang lebih rendah tetapi memiliki profit yang lebih besar cenderung mendistribusikan *cash dividend* dibandingkan *stock dividend*.

Pengembangan Hipotesis

Penelitian yang dilakukan oleh Bulan dan Yan (2010) menemukan bahwa perusahaan *mature* cenderung lebih kuat mengikuti *Pecking Order Theory* dibandingkan perusahaan *growth*. Namun, dalam penelitian ini diharapkan perusahaan *growth* cenderung lebih kuat mengikuti *Pecking Order Theory* dibandingkan perusahaan *mature*. Perusahaan *growth* memiliki pertumbuhan yang tinggi, kesempatan investasi yang lebih tinggi, dan profitabilitas yang lebih besar dibandingkan perusahaan *mature*, sehingga perusahaan *growth* memerlukan tambahan dana eksternal yang lebih besar dibandingkan perusahaan *mature*. Oleh sebab itu, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1a: Perusahaan dalam tahap *growth* cenderung lebih kuat mengikuti *Pecking Order Theory* dibandingkan perusahaan dalam tahap *mature*.

Perusahaan tahap *growth* memiliki pertumbuhan yang tinggi, investasi tinggi, namun profitabilitas masih terbatas. Oleh sebab itu, perusahaan *growth* ketika mengalami *financing deficit* membutuhkan pendanaan eksternal yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan *mature*. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Primudyastono (2012) yang menemukan bahwa rerata proporsi penggunaan utang tertinggi terjadi pada fase *growth* dibandingkan rerata proporsi penggunaan utang pada fase *maturity*. Berdasarkan hal tersebut, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1b: Proporsi penggunaan utang pada perusahaan dalam tahap *growth* lebih tinggi dibandingkan proporsi penggunaan utang pada perusahaan dalam tahap *mature*.

Karakteristik perusahaan *growth* yang memiliki investasi yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan *mature* menyebabkan perusahaan *growth* lebih banyak menahan laba daripada membagikan dividen kepada pemegang saham, sehingga perusahaan *growth* membayarkan dividen

dalam jumlah yang lebih rendah. Hal ini sejalan dengan Teori Dividen Residual. Temuan penelitian Wang et al. (2011) juga mendukung hal tersebut. Oleh sebab itu, diharapkan perusahaan *growth* cenderung lebih kuat mengikuti Teori Dividen Residual dibandingkan perusahaan *mature*, sehingga dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2a: Perusahaan dalam tahap *growth* cenderung lebih kuat mengikuti Teori Dividen Residual dibandingkan perusahaan dalam tahap *mature*.

Selanjutnya, semakin tinggi investasi yang dilakukan oleh perusahaan di masa depan, semakin besar laba ditahan yang dimiliki perusahaan. Berdasarkan karakteristiknya, kesempatan investasi perusahaan *growth* lebih tinggi dibandingkan perusahaan *mature*. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2b: Proporsi laba ditahan pada perusahaan dalam tahap *growth* lebih tinggi dibandingkan dengan proporsi laba ditahan perusahaan dalam tahap *mature*.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010 sampai dengan 2013. Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* yang menggunakan kriteria berikut: (1) perusahaan non keuangan yang telah mempublikasikan laporan keuangan secara lengkap tahun 2009-2014 dan mencantumkan data-data yang berkaitan dengan variabel penelitian yang digunakan., (2) perusahaan non keuangan yang tidak mengalami *delisting* selama periode penelitian, (3) Perusahaan yang memiliki laba positif dan mengalami *financing deficit*, (4) Perusahaan yang memiliki nilai *sales growth* positif, (5) Perusahaan yang berada dalam tahap siklus hidup *growth* dan *mature*.

Dengan menggunakan kriteria tersebut, sampel pada penelitian ini diperoleh sebanyak 510 sampel observasi selama empat tahun. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan yang diperoleh dari *Financial Market Update FEB UGM*. Pengklasifikasian perusahaan dalam tahap *growth* dan *mature* mengacu pada metode yang digunakan oleh Gup dan Aggrawal (1996)

berdasarkan pertumbuhan penjualan (*sales growth*). Pengklasifikasian menggunakan nilai rata-rata *sales growth* selama empat tahun observasi, kemudian ditentukan dengan menggunakan nilai median. Perusahaan diklasifikasikan ke dalam tahap *growth* apabila memiliki nilai rata-rata *sales growth* di atas nilai median, dan apabila nilai rata-rata *sales growth* di bawah nilai median, maka diklasifikasikan ke dalam tahap *mature*. Dari hasil klasifikasi diperoleh sebanyak 257 observasi perusahaan *growth* dan 253 observasi perusahaan *mature*.

Dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi sederhana dengan dua model yaitu:

- $\Delta LTD/TA_{(t+1)} = a + b1 * Deficit_t + e$ (Model 1)

- $DPR_t = a + b1 * \Delta INV/NI_{(t+1)} + e$ (Model 2)

Model pertama digunakan untuk pengujian *Pecking Order Theory* dengan menggunakan regresi sederhana dimana variabel dependen adalah penambahan utang jangka panjang terhadap total aset ($\Delta LTD/TA$) dan variabel independen berupa *financing deficit*. Model kedua digunakan untuk menguji Teori Dividen Residual dengan menggunakan regresi sederhana dimana variabel dependennya adalah *Dividend Payout Ratio (DPR)* dan variabel independennya adalah penambahan investasi terhadap net income ($\Delta INV/NI$). Untuk menguji pengaruh yang lebih kuat (untuk menjawab H1a dan H2a), terlebih dahulu dilihat hasil tingkat signifikansinya, kemudian didukung dengan melihat besarnya angka *Coefficients B Unstandardized*. Untuk menguji perbedaan proporsi utang jangka panjang dan proporsi laba ditahan untuk melihat mana yang lebih tinggi (untuk menjawab H1b dan H2b) menggunakan uji beda rata-rata *Independent Sample T Test*, yaitu uji beda yang digunakan untuk menentukan apakah dua sampel yang tidak berhubungan memiliki nilai rata-rata yang berbeda (Ghozali, 2011: 64).

HASIL DAN DISKUSI

Untuk menjawab hipotesis 1a dilakukan analisis regresi sederhana dan uji signifikansi t yang hasilnya ditunjukkan pada tabel 1 (terlampir).

Berdasarkan tabel tersebut, hasil pengujian pengaruh variabel *financing deficit* terhadap variabel $\Delta LTD/TA$ pada perusahaan *growth* adalah:

Berdasarkan tabel tersebut, regresi model 1 untuk perusahaan *growth* diperoleh nilai beta sebesar -0,015 dengan konstanta sebesar 0,038 sehingga didapat model regresi sebagai berikut:

$$\Delta LTD/TA = 0,038 - 0,015 \text{ deficit}$$

Regresi model 1 di atas dapat diinterpretasikan sebagai bahwa pada perusahaan *growth*, jika *financing deficit* meningkat 1 poin, maka penambahan utang jangka panjang akan menurun sebesar 0,015 poin.

Selanjutnya, hasil regresi model 1 perusahaan *mature* diperoleh nilai beta sebesar 0,053 dengan nilai konstanta sebesar 0,025 sehingga diperoleh model regresi sebagai berikut:

$$\Delta LTD/TA = 0,025 + 0,053 \text{ deficit}$$

Regresi model 1 di atas dapat diinterpretasikan bahwa pada perusahaan *mature*, jika *deficit financing* meningkat 1 poin, maka penambahan utang jangka panjang akan meningkat sebesar 0,053 poin.

Berdasarkan hasil pengujian regresi sederhana tersebut, perusahaan *growth* menghasilkan koefisien regresi yang bernilai negatif dan tidak signifikan. Artinya perusahaan *growth* dalam keputusan pendanaannya tidak mendukung *Pecking Order Theory* karena hasil yang tidak signifikan. Pada perusahaan *mature*, pengujian menghasilkan koefisien regresi yang bernilai positif dan tidak signifikan. Artinya pada perusahaan *mature*, *financing deficit* tidak berpengaruh terhadap penambahan utang jangka panjang karena hasil yang tidak signifikan, sehingga perusahaan *mature* juga tidak mendukung *Pecking Order Theory* dalam keputusan pendanaannya.

Selanjutnya nilai *B Coefficient Unstandardized financing deficit* terhadap penambahan utang jangka panjang pada perusahaan *growth* sebesar -0,015 sedangkan pada perusahaan *mature* sebesar 0,053. Berdasarkan hasil tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan *growth* dan *mature* tidak mendukung *Pecking Order Theory* dalam keputusan pendanaannya. Dengan demikian, H1a tidak dapat diterima. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ivashkovskaya et al. (2010) yang menemukan bahwa baik perusahaan *growth* maupun *mature* tidak mengikuti *Pecking Order Theory* dalam

keputusan pendanaannya. Penelitian Salehnejad dan Shahiazar (2014) juga menemukan bahwa perusahaan *mature* tidak mengikuti *Pecking Order Theory* dalam keputusan pendanaannya. Dengan demikian, karena hasil pengujian menunjukkan kedua kelompok perusahaan tidak mendukung *Pecking Order Theory* dalam keputusan pendanaannya, maka tidak bisa juga ditentukan mana yang lebih kuat mengikuti *Pecking Order Theory* dalam keputusan pendanaannya.

Selanjutnya hasil uji beda rata-rata untuk hipotesis 1b disajikan pada tabel 2 yang terdapat dalam lampiran. Berdasarkan tabel tersebut, nilai rata-rata LTD/TA perusahaan *growth* (0,1329) lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan *mature* (0,1037). Nilai F sebesar 4,591 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,033 lebih rendah dari nilai alpha 5% menunjukkan bahwa kedua perusahaan memiliki *variance* yang berbeda sehingga H1b dapat diterima. Nilai t sebesar 2,348 dengan signifikansi sebesar 0,019 lebih rendah dari alpha 5% menunjukkan bahwa rata-rata rasio utang jangka panjang perusahaan *growth* dan *mature* berbeda. Dengan demikian, terdapat perbedaan rata-rata rasio utang jangka panjang perusahaan *growth* dan *mature*, dimana nilai *mean* rasio utang jangka panjang perusahaan *growth* lebih tinggi dibandingkan perusahaan *mature*, sehingga H1b dapat diterima. Hal ini sesuai dengan karakteristik perusahaan *growth* yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi namun masih memperoleh laba yang rendah sehingga kebutuhan investasi dibiayai dari pendanaan eksternal, salah satunya dengan utang jangka panjang. Sedangkan perusahaan *mature* merupakan perusahaan yang sudah memiliki laba yang tinggi dan kesempatan investasi yang mulai menurun, maka kebutuhan akan dana eksternal juga sudah mulai menurun.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fama and French (2002) yang menemukan bahwa perusahaan dengan profit yang tinggi memiliki *leverage* yang rendah karena profit yang dimiliki perusahaan masih cukup untuk mendanai investasi sehingga tidak diperlukan penambahan utang. Oleh sebab itu, proporsi utang jangka panjang perusahaan *mature* lebih rendah daripada perusahaan *growth*.

Sedangkan hasil analisis regresi sederhana dan uji signifikansi t untuk menjawab hipotesis 2a ditunjukkan pada tabel 3 (terlampir). Regresi model

2 untuk perusahaan *growth* diperoleh nilai beta sebesar -0,001 dengan nilai konstanta sebesar 0,176 sehingga diperoleh model regresi berikut:

$$\text{DPR} = 0,176 - 0,001 \Delta \text{INV/NI}$$

Hasil regresi tersebut diinterpretasikan sebagai setiap penambahan investasi sebesar 1 poin pada perusahaan *growth*, akan mengurangi *Dividend Payout Ratio (DPR)* sebesar 0,001 poin.

Regresi model 2 untuk perusahaan *mature* diperoleh nilai beta sebesar 0,000 dengan nilai konstanta sebesar 0,230 sehingga diperoleh model berikut:

$$\text{DPR} = 0,230 + 0,000 \Delta \text{INV/NI}$$

Hasil regresi tersebut diinterpretasikan sebagai setiap penambahan investasi sebesar 1 poin pada perusahaan *mature*, akan meningkatkan *Dividend Payout Ratio (DPR)* sebesar 0,000 poin.

Berdasarkan hasil pengujian regresi sederhana tersebut, perusahaan *growth* menghasilkan koefisien regresi negatif dengan alpha 5% dan nilai signifikansi sebesar 0,047. Artinya pada perusahaan *growth*, investasi di masa depan berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen (*Dividend Payout Ratio*), sehingga sesuai dengan Teori Dividen Residual, dimana ketika perusahaan *growth* melakukan penambahan investasi di masa depan, maka perusahaan akan lebih sedikit membagikan dividen kepada pemegang saham sehingga menahan laba lebih banyak untuk membiayai investasi di masa depan.

Pada perusahaan *mature*, pengujian menghasilkan nilai koefisien regresi positif dengan nilai signifikansi sebesar 0,324 dengan alpha 5%. Artinya pada perusahaan *mature*, investasi di masa depan tidak berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*, sehingga perusahaan *mature* tidak mendukung Teori Dividen Residual dalam kebijakan dividennya.

Nilai *B Unstandardized Coefficient* penambahan investasi di masa depan (ΔINV) terhadap rasio pembayaran dividen (DPR) pada perusahaan *growth* sebesar 0,001 sedangkan pada perusahaan *mature* sebesar 0,000. Nilai *B Unstandardized Coefficient* dan hasil yang signifikan pada perusahaan *growth* menunjukkan perusahaan *growth* cenderung lebih kuat mengikuti

Teori Dividen Residual dibandingkan perusahaan *mature* karena pada perusahaan *mature* hasil pengujian tidak signifikan sehingga hipotesis 2a dapat diterima. Teori Dividen Residual menjelaskan bahwa besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dipengaruhi oleh ada tidaknya kesempatan investasi yang menguntungkan (Husnan, 2006: 304). Karakteristik perusahaan *growth* yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi namun profitabilitas yang masih terbatas menyebabkan perusahaan *growth* lebih banyak menahan laba daripada membagikan dividen agar dapat membiayai investasi di masa depan, sehingga hal ini sesuai dengan Teori Dividen Residual. Sedangkan pada perusahaan *mature*, kesempatan investasi mulai terbatas dan profitabilitas perusahaan besar sehingga perusahaan *mature* akan menahan laba lebih sedikit dan cenderung membagikan dividen yang lebih besar kepada pemegang saham. Dengan demikian, perusahaan *growth* cenderung lebih kuat mengikuti Teori Dividen Residual.

Selanjutnya hasil uji beda rata-rata untuk hipotesis 2b disajikan pada tabel 4 (terlampir). Tabel tersebut menggambarkan bahwa nilai rata-rata rasio laba ditahan terhadap *net income* pada perusahaan *growth* (0,8005) lebih tinggi dibandingkan perusahaan *mature* (0,5969). Nilai F sebesar 3,535 signifikansi sebesar 0,061, lebih rendah dari tingkat keyakinan alpha 10% menunjukkan bahwa H2b dapat diterima atau memiliki *variance* yang berbeda. Nilai t sebesar 1,935 dengan signifikansi sebesar 0,054 menunjukkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata rasio RE/NI perusahaan *growth* dan *mature*. Dengan demikian, rata-rata rasio RE/NI perusahaan *growth* lebih tinggi daripada perusahaan *mature* sehingga hipotesis 2b dapat diterima.

Hal ini sesuai dengan karakteristik perusahaan *growth* yang memiliki peluang investasi yang tinggi sehingga membutuhkan dana internal yang lebih besar, sehingga perusahaan *growth* tidak membagikan dividen kepada pemegang saham. Sedangkan perusahaan *mature*, peluang investasi yang mulai menurun dan memiliki profitabilitas yang tinggi memilih untuk membagikan dividen

kepada para pemegang saham. Selain itu, hasil pengujian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Fama dan French (2001) yang menemukan bahwa perusahaan yang profitabilitasnya rendah dengan peluang investasi yang tinggi cenderung mempertahankan labanya. Artinya, banyak menahan laba untuk membiayai investasi yang tinggi. Dengan demikian, perusahaan *growth* akan lebih banyak menahan labanya dibandingkan perusahaan *mature*.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan dari penelitian ini, maka dapat disimpulkan bahwa baik perusahaan *growth* maupun *mature* tidak mendukung *Pecking Order Theory* dalam keputusan pendanaannya karena hasil yang tidak signifikan. Hasil penelitian juga menunjukkan proporsi utang jangka panjang perusahaan *growth* lebih tinggi dibandingkan perusahaan *mature*. Selanjutnya dalam kebijakan dividen, perusahaan *growth* mendukung Teori Dividen Residual, sedangkan perusahaan *mature* tidak mendukung teori tersebut karena hasil yang tidak signifikan. Sehingga disimpulkan perusahaan *growth* cenderung lebih kuat mendukung Teori Dividen Residual dalam kebijakan dividennya. Selain itu, proporsi laba ditahan perusahaan *growth* lebih tinggi dibandingkan perusahaan *mature*. Hal ini sesuai dengan karakteristik perusahaan *growth* yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi sehingga membutuhkan dana internal yang lebih besar. Dengan demikian, perusahaan *growth* akan lebih banyak menahan labanya dibandingkan perusahaan *mature*.

Penelitian ini hanya menggunakan dua tahapan siklus hidup yaitu *growth* dan *mature*. Oleh sebab itu, untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan tahapan klasifikasi siklus hidup perusahaan yang lainnya. Selain itu, rasio klasifikasi perusahaan hanya menggunakan rasio *sales growth*. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan rasio klasifikasi lain karena dapat mempengaruhi hasil penelitian dan memperoleh temuan yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene, F and Joel F. Houston. (2011). *Essential of Financial Management (Dasar-dasar Manajemen Keuangan)*. (Ali Akbar Yulianto, Trans). Edisi 11 Buku 2. Salemba Empat, Jakarta. (Original edition diterbitkan tahun 2007).
- Bulan, Laarni, dan Zhipeng Yan. (2010). "Firm Maturity and The Pecking Order Theory". *International Journal of Business and Economics*, Vol. 9, No. 3, 179-200.
- Damodaran, Aswath. (2004). *Capital Structure : An Overview of the Financing Process*. In *Applied Corporate Finance*. Second Edition. Diakses 1 November 2015 dari [http://quantlabs.net/academy/download/free_quant_institutional_books_/\[Damodaran%20Online.%20Damodaran%20Applied%20Corporate%20Finance.%202nd%20Ed.pdf](http://quantlabs.net/academy/download/free_quant_institutional_books_/[Damodaran%20Online.%20Damodaran%20Applied%20Corporate%20Finance.%202nd%20Ed.pdf)
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, dan Rene M. Stulz. (2006). "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life Cycle Theory". *Journal of Financial Economics*, No. 81: 227-254.
- Fama, Eugene F. dan Kenneth R. French. (2001). "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?". *Journal of Financial Economics* 60. No. 1: 3-43.
- Fama, Eugene F. Dan Kenneth R. French. (2002). "Testing Trade Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt". *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 1: 1-33.
- Fairchild, Richard, Yilmaz Guney, dan Yordying Thanatawee. (2014). "Corporate Dividend Policy in Thailand: Theory and Evidence". *International Review of Financial Analysis*, Vol. 31: 129-151.
- Frank, Murray Z. dan Vidhan K. Goyal. (2003). "Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure". *Journal of Financial Economics* 67: 217-248.
- Ghozali, Imam. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19*. Edisi 5. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gup, Benton E. dan Pankaj Agrawal. (1996). "The Product Life Cycle: A Paradigm for Understanding Financial Management". *Financial Practice and Education-Fall/Winter 1996*: 41-48.
- Hanafi, Mamduh M. (2004). *Manajemen Keuangan*. Edisi 2004/2005. BPFE. Yogyakarta.
- Husnan, Suad dan Enny Pudjiastuti. (2006). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keenam. UPP STIM YKPN. Yogyakarta.
- Ivashkovskaya, Irina dan Yury Rukavishnikov dan Andrey Guschin. (2010). "Capital Structure Choice at Different Life-Cycle Stages in Turbulent Environment: The Evidence from Russian Emerging Capital Market". *2nd International Scientific Conference, Economic and Social Development*: 311-321.
- Hussain, Qaizar dan Eugeny Nivorozhkin. (1997). "The Capital structure of Listed Companies in Poland". IMF Working Paper No. 97/175.
- Primudyastono, Bima Yudhistiar. (2012). *Pengujian Teori Pecking Order pada Life Cycle Perusahaan di Indonesia*. *Thesis Magister Manajemen (tidak dipublikasikan) Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada Yogyakarta*.
- Rahman, Mr Ashiqur, dan S.M. Arifuzzaman. (2014). "Testing the Trade Off and Pecking Order Models of Capital Structure". *IOSR Journal of Economics and Finance*. Vol. 5, Issue 6. Ver. 1 (Nov-Dec 2014): 8-14.

- Salehnejad, Seyed Hasan dan Mohammad Ali Shahiazar. (2014). "The Relationship Between Capital Structure and The Life Cycle Listed in Tehran Stock Exchange". *Arabian Journal of Business and Management Review*. Vol. 3, No. 6: 76-86.
- Shyam-Sunder, Laksmi dan Stewart C. Myers. 1999. Testing Static Trade-Off Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 51: 219-244.
- Thanatawee, Yordying. (2011). "Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*, Vol. 2, No. 2.
- Vanacker, Tom R. dan Shopie Manigart. (2008). "Pecking Order and Debt Capacity Considerations For High-Growth Companies Seeking Financing". *Article of Small Business Economics*, Vol. 3: 53-69.
- Wang, Ming-Hui, Mei-Chu Ke, Day-Yang Liu, dan Yen-Sheng Huang. (2011). "Dividend Policy and The Life Cycle Hypothesis: Evidence From Taiwan". *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 5 No. 1, 2011.

LAMPIRAN

Tabel 1 Hasil Analisis Regresi Model 1

Variabel Dependen	Variabel Independen	Perusahaan <i>Growth</i>			Perusahaan <i>Mature</i>		
		Koef. B	t-hitung	Sig.	Koef. B	t-hitung	Sig.
Delta_LTD/ TA	Konstanta	0,038	3,796	0,000	0,025	3,289	0,001
	Deficit	-0,015	-0,386	0,700	0,053	1,402	0,162

Sumber: Data Diolah dengan SPSS 20

Tabel 2 Hasil Uji Independent T Test Hipotesis 1b

Variabel Dependen	Dummy	Mean	Std. Deviation	F	Sig.	t	Sig.
LTD/TA	0 (<i>Growth</i>)	0,1329	0,14966				
	1 (<i>Mature</i>)	0,1037	0,13046				
<i>Equal variances not assumed</i>				4,591	0,033	2,348	0,019

Sumber: Data Diolah dengan SPSS 20

Tabel 3 Hasil Analisis Regresi Model 2

Variabel Dependen	Variabel Independen	Perusahaan <i>Growth</i>			Perusahaan <i>Mature</i>		
		Koef. B	t-hitung	Sig.	Koef. B	t-hitung	Sig.
DPR	Konstanta	0,176	12,778	0,000	0,230	15,304	0,000
	Delta_INV/N I	-0,001	-1,995	0,047	0,000	-0,988	0,324

Sumber: Data Diolah dengan SPSS 20

Tabel 4 Hasil Uji Independent T Test Hipotesis 2b

Variabel Dependen	Dummy	Mean	Std. Deviation	F	Sig.	t	Sig.
RE/NI	0 (<i>Growth</i>)	0,8005	0,41426				
	1 (<i>Mature</i>)	0,5969	1,62216				
<i>Equal variances not assumed</i>				3,535	0,061	1,935	0,054

Sumber: Data Diolah dengan SPSS 20