

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN
DIVIDEN DENGAN MENGGUNAKAN PENDEKATAN *LIFE*
CYCLE PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA**

DISERTASI

Oleh :

**DEDI IRAWAN
NPM 1731041003**



**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS LAMPUNG
2023**

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN
DIVIDEN DENGAN MENGGUNAKAN PENDEKATAN *LIFE
CYCLE* PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA**

Oleh

DEDI IRAWAN

Disertasi

**Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar
DOKTOR**

Pada

**Program Doktor Ilmu Ekonomi
Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Lampung**



**UNIVERSITAS LAMPUNG
BANDAR LAMPUNG
2023**

ABSTRAK

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN MENGGUNAKAN PENDEKATAN *LIFE CYCLE* PADA PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA

Oleh:

Dedi Irawan

Kebijakan dividen terkait dengan asumsi para investor yang rasional, pasar modal yang sempurna dan nilai pasar dari suatu perusahaan. Penelitian ini mempertimbangkan kebijakan dividen dari perspektif siklus hidup perusahaan. Hal ini karena investor mengharapkan pengembalian yang optimal atas investasi saham mereka melalui dividen, *capital gain*, atau keduanya. Siklus hidup perusahaan mendukung keteraturan perkembangan perusahaan, dimana proses pengembangan perusahaan disegmentasikan dalam tahapan-tahapan periode waktu. Perusahaan membayar dividen ketika mereka mencapai tahap tertentu dalam siklus hidup perusahaan, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Tujuan dari penelitian ini secara garis besar adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh *life cycle* terhadap kebijakan pembayaran dividen. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebanyak 669 perusahaan. Metode pemilihan atau pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling*. Unit analisis pada penelitian ini adalah perusahaan publik non keuangan yang mengeluarkan laporan keuangan lengkap dalam satuan rupiah, serta memiliki data lengkap yang terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

Metode analisis data dalam penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa tahap *early expansion* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, dan tahap *stabilization* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan tahap *pioneering*, tahap *late expansion*, tahap *decline* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kata Kunci: *Life Cycle*, *pioneering*, *early expansion*, *late expansion*, *stabilization*, *decline*, Kebijakan Dividen.

ABSTRACT

FACTORS AFFECTING THE DIVIDEND POLICY USING THE LIFE CYCLE APPROACH TO PUBLIC COMPANIES IN INDONESIA

By:

Dedi Irawan

Dividend policy is related to the assumptions of rational investors, perfect capital markets, and the market value of a company. This study considers dividend policy from the company's life cycle perspective. This is because investors expect optimal returns on their investments through dividends, capital gains, or both. The company life cycle supports the regular development of the company, where the company development process is segmented into stages overtime periods. Companies pay dividends when they reach a certain stage in the company's life cycle, thereby increasing the value of the company.

The purpose of this study in general is to examine and analyze the effect of the life cycle on dividend payment policy. The population in this study was 669 companies listed on the Indonesia Stock Exchange. The method of selecting or taking samples in this study used a purposive sampling technique. The unit of analysis in this study is a non-financial public company that issues complete financial statements in rupiah and has complete data related to the variables used in the study.

The Methods of data analysis in this study using quantitative research methods. The results of hypothesis testing show that the early expansion stage has a significant negative effect on dividend policy, and the stabilization stage has a significant positive effect on dividend policy, while the pioneering stage, late expansion stage, decline stage has no significant effect on dividend policy.

Keywords: Life Cycle, pioneering, early expansion, late expansion, stabilization, decline, Dividend Policy.

Judul Disertasi : FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN
DENGAN MENGGUNAKAN
PENDEKATAN *LIFE CYCLE* PADA
PERUSAHAAN PUBLIK DI INDONESIA

Nama Mahasiswa : DEDI IRAWAN
Nomor Pokok Mahasiswa : 1731041003
Program Studi : Doktor Ilmu Ekonomi
Fakultas : Ekonomi Dan Bisnis

MENYETUJUI
Komisi Pembimbing

Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc.
NIP. 196004261987031001

Promotor (.....)

Dr. Sri Hasnawati, S.E, M.E.
NIP. 196308311989032002

Co Promotor (.....)

Mengetahui
Ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi

Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si.
NIP. 196109041987031011

MENGESAHKAN

1. Tim Penguji

- Ketua** : **Dr. Ayi Ahadiat, S.E., M.BA.**
(Wakil Rektor IV Bidang Perencanaan, Kerjasama dan TIK Universitas Lampung)
- Sekretaris** : **Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si.**
(Ketua Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung)
- Penguji Luar Komisi Pembimbing** : **Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si**
(Wakil Dekan I Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung)
- Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si.**
(Penguji Eksternal – Universitas Jember)
- Prof. Dr. Einde Evana, S.E., M.Si., Akt. C.A., C.P.A.**
(Penguji Internal FEB Universitas Lampung)
- Prof. Yuliansyah, S.E., M.S.A., Ph.D., Akt)**
(Penguji Internal FEB Universitas Lampung)

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung

Prof. Dr. Nalrohi, S.E., M.Si.
NIP. 196606211990031003

3. Direktur Program Pascasarjana Universitas Lampung

Prof. Dr. Ir. Ahmad Saudi Samosir, S.T., M.T.
NIP. 197104151998031005

4. Tanggal Lulus Ujian Disertasi : 8 Maret 2023

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadirat Allah Subhanahu wa Ta'ala yang telah melimpahkan rahmat serta hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan disertasi yang berjudul “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen dengan Menggunakan Pendekatan *Life Cycle* pada Perusahaan Publik di Indonesia”. Penulisan disertasi ini merupakan salah satu syarat untuk memperoleh gelar Derajat Doktor Ilmu Ekonomi dalam Bidang Manajemen Keuangan pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung. Penulis menyadari bahwa disertasi dapat diselesaikan berkat dukungan dan bantuan dari berbagai pihak, baik secara langsung maupun tidak langsung. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis menyampaikan ucapan terimakasih dan penghargaan yang tinggi kepada yang terhormat:

1. Tim Promotor, Bapak Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc., selaku Promotor dan Ibu Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E., selaku Ko Promotor yang telah mencurahkan tenaga, pikiran, keilmuan, dan waktunya yang sangat berharga untuk memberikan bimbingan kepada penulis. Terimakasih atas kesabaran dan dorongan motivasi agar penulis optimal dalam berkarya.
2. Tim Penguji Terbuka, Bapak Dr. Ayi Ahadiat, S.E., M.BA. (Ketua Penguji - Wakil Rektor IV Bidang Perencanaan, Kerjasama dan TIK Universitas Lampung), Ibu Dr. Ernie Hendrawaty, S.E, M.Si., (Wakil Dekan I Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung) Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, SE., M. Si., (Sekretaris Penguji - Ketua Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung), Bapak Prof. Dr. Einde Evana, S.E, M. Si, Akt., CA., CPA., Bapak Prof. Yuliansyah, S.E., M.S.A., Ph.D., Akt. dan Penguji Luar Institusi Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si. Atas saran-saran dan masukan untuk perbaikan disertasi ini.
3. Tim Penguji Tertutup, Ibu Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M. Si. (Ketua Penguji - Wakil Dekan I Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung), Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, SE., M. Si., (Sekretaris Penguji - Ketua Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung), Bapak Prof. Dr. Einde Evana, S.E, M. Si, Akt., CA., CPA., Bapak Prof. Yuliansyah, S.E., M.S.A., Ph.D., Akt. dan Penguji Luar Institusi Ibu

Prof. Dr. Isti Fadah, M.Si. Atas saran-saran dan masukan untuk perbaikan disertasi ini.

4. Tim Penilai Kelayakan Disertasi, Ibu Dr. Agrianti Komalasari, S.E., M. Si., Akt. (Ketua Penguji - Wakil Dekan II Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung), Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, SE., M. Si., Sekretaris Penguji - Ketua Program Studi Doktor Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung), Bapak Prof. Dr. Einde Evana, S.E, M. Si, Akt., CA., CPA., Bapak Prof. Yuliansyah, S.E., M.S.A., Ph.D., Akt, yang telah melakukan penilaian dan memberikan koreksi dan saran untuk memperbaiki disertasi ini.
5. Tim Penguji Proposal Disertasi, Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, SE., M. Si., Bapak Prof. Dr. Einde Evana, S.E, M. Si, Akt., CA., CPA., Bapak Prof. Yuliansyah, S.E., M.S.A., Ph.D., Akt, atas saran-saran dan masukan untuk perbaikan disertasi ini.
6. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung, Bapak Prof. Dr. Nairobi, S.E., M. Si., dan Ketua Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Lampung, Bapak Prof. Dr. Satria Bangsawan, S.E., M.Si. beserta staf dan para dosen pengajar Program S3 FEB Universitas Lampung yang tidak dapat disebutkan satu persatu, terima kasih yang tidak terhingga kepada Bapak/Ibu Dosen yang telah memberikan ilmu pengetahuan, wawasan, dan metode perkuliahan yang sangat baik bagi penulis.
7. Teman-teman seperjuangan program S3 semoga kalian tetap semangat dalam meraih cita-cita yang sama di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
8. Ibunda (Samah), Ayahanda (Sukandi), Ibunda (Sudarmi), Istri tercinta dan tersayang (Lia Khana Irawan, Ananda Tersayang (1. Randikha Rifqi Irawan, 2. Fakhrie Djafran Irawan) Terimakasih atas pengertian, do'a, dukungan, dan pengorbanannya selama ini.

Akhirnya semoga gelar Doktor yang didapat penulis dapat menjadi dosen yang lebih amanah dalam bertugas, menjadi peneliti professional dan mengabdikan pada masyarakat terutama di STIT Pringsewu.

Bandar Lampung, 8 Maret 2023

Dedi Irawan

SURAT PERNYATAAN

Saya bertanda tangan dibawah ini

Nama : Dedi Irawan
NPM : 1731041003
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Program Studi : Doktor Ilmu Ekonomi
Judul Disertasi : "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Dengan Menggunakan Pendekatan *Life Cycle* Pada Perusahaan Publik Di Indonesia"

Dengan ini menyatakan bahwa :

1. Hasil penelitian/disertasi serta sumber informasi atau data adalah benar merupakan hasil karya sendiri dan belum diajukan dalam bentuk apapun kepada perguruan tinggi manapun. Semua sumber data dan informasi yang berasal atau dikutip dari karya yang diterbitkan dari penulis lain telah dicantumkan dalam daftar pustaka di bagian akhir penelitian/disertasi ini.
2. Menyerahkan sepenuhnya hasil penelitian saya dalam bentuk *hardcopy* dan *softcopy* untuk dipublikasikan kepada media cetak ataupun elektronik pada program studi Doktoral Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. Tidak akan menuntut ataupun mengganti rugi dalam bentuk apapun atas segala sesuatu yang dilakukan oleh Program Doktor Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung terhadap hasil penelitian/disertasi saya.
4. Apabila dikemudian hari ternyata penulisan disertasi ini merupakan hasil plagiat/penjiplakan terhadap karya orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi hukum yang berlaku di Negara Kesatuan Republik Indonesia.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya untuk dapat digunakan sebagaimana mestinya.

Bandar Lampung, 8 Maret 2023

Yang membuat pernyataan,



Dedi Irawan

DAFTAR ISI

	Halama
HALAMAN SAMBUL	i
ABSTRAK	ii
ABSTRACT	iii
HALAMAN PERSETUJUAN	iv
HALAMAN PENGESAHAN	v
KATA PENGANTAR	vi
SURAT PERNYATAAN	ix
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	11
1.3. Tujuan Penelitian	13
1.4. Keaslian dan Kebaruan Penelitian	13
1.5. Kontribusi Penelitian	15
BAB II KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN PERUMUSAN HIPOTESIS	17
2.1. Kajian Pustaka	17
2.1.1. Teori Kebijakan Dividen	17
2.1.2. Firm Life Cycle Theory Of Dividen	23
2.1.3 Pengukuran Kebijakan Dividen.....	28
2.2 Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen	29
2.3. Penelitian Terdahulu	36
2.4. Pengembangan Hipotesis	38
2.4.1 Pengaruh tahap <i>pioneering</i> terhadap kebijakan dividen.....	38
2.4.2. Pengaruh tahap <i>early expansion</i> terhadap kebijakan dividen.....	40
2.4.3. Pengaruh tahap <i>late expansion</i> terhadap kebijakan dividen.....	42
2.4.4. Pengaruh tahap <i>stabilization</i> terhadap kebijakan dividen	43
2.4.5. Pengaruh tahap <i>decline</i> terhadap kebijakan dividen.....	47
2.5 Kerangka Pemikiran.....	48
BAB III METODOLOGI PENELITIAN.....	51
3.1 Rancangan Penelitian	51
3.2. Jenis dan Sumber Data	51
3.3. Metode Pengumpulan Data	52
3.4. Populasi dan Sampel	52
3.5. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel.....	53
3.6. Metode Analisis Data	57
3.7. Metode Pengolahan Data.....	58

3.8. Uji Asumsi Klasik	61
3.9. Koefisien Determinasi	62
3.10. Uji Statistik F (Keandalan Model)	62
3.11. Uji Statistik t	63
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....	64
4.1 Analisis Deskripsi Sampel Penelitian.....	64
4.2. Analisis Statistik.....	66
4.2.1. Analisis Siklus Hidup Perusahaan	66
4.2.2. Analisis Statistika Deskriptif	78
4.3. Tahapan Analisis	80
4.4. Pembahasan	97
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....	110
5.1 Kesimpulan.....	110
5.2. Keterbatasan Penelitian	112
5.3. Saran	113
5.6. Implikasi/Rekomendasi	114

DAFTAR PUSTAKA
LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
2.1. Klasifikasi Tahap Siklus Hidup Berdasarkan Pertumbuhan Penjualan Perusahaan	30
2.2. Klasifikasi Tahap Siklus Hidup Berdasarkan Arus Kas Perusahaan	30
3.1. Pemilihan Sampel Penelitian	53
4.1. Distribusi Sampel Berdasarkan Sektor Industri	64
4.2. Klasifikasi Perusahaan Berdasarkan Siklus Hidup Perusahaan	66
4.3. Statistik Deskriptif Berdasarkan Tahapan <i>Pioneering</i>	67
4.4. Statistik Deskriptif Berdasarkan Tahapan <i>Early Expansion</i>	69
4.5. Statistik Deskriptif Berdasarkan Tahapan <i>Late Expansion</i>	71
4.6. Statistik Deskriptif Berdasarkan Tahapan <i>Stabilization</i>	72
4.7. Statistik Deskriptif Berdasarkan Tahapan <i>Decline</i>	74
4.8. Hasil Pengujian Statistik Deskriptif	78
4.9. Uji <i>Chow</i>	80
4.10. Uji <i>Hausman</i>	81
4.11. Uji <i>Lagrange Multiplier (LM)</i>	82
4.12. Uji <i>Multikolinieritas</i>	83
4.13. Uji <i>Heteroskedastisitas</i>	84
4.14. Hasil Pengujian Persamaan 1 Pengujian tahapan siklus hidup <i>pioneering</i> terhadap kebijakan dividen	85
4.15. Hasil Pengujian siklus hidup <i>Early Expansion</i> terhadap kebijakan dividen	87
4.16. Hasil Pengujian siklus hidup <i>Late Expansion</i> terhadap kebijakan dividen	89
4.17. Hasil Pengujian siklus hidup <i>Stabilization</i> terhadap kebijakan dividen	91
4.18. Hasil Pengujian siklus hidup <i>Decline</i> terhadap kebijakan dividen	92
4.19. Hasil Pengujian <i>Adjusted R-Squared</i>	94
4.20. Hasil Uji F Untuk Masing-masing Model Penelitian	96
4.21. Deskripsi Hasil Uji t	96

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1.1. Jumlah Perusahaan Yang Membagikan Dividen Tahun 2013-2018	2
1.2. Grafik Siklus Hidup Perusahaan dan Kebijakan Dividen Perusahaan Tahun 2012 - 2018	12
2.1. Kerangka Pemikiran	50
4.1. Hasil Pengujian Statistik Deskriptif Berdasarkan Siklus Hidup Perusahaan	76

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran

1. Data Penelitian
2. Hasil Uji Deskriptif
3. Hasil Uji Asumsi Klasik
4. Hasil Uji Regresi
5. Titik Kritis Distribusi t

BAB I

PENDAHULUAN

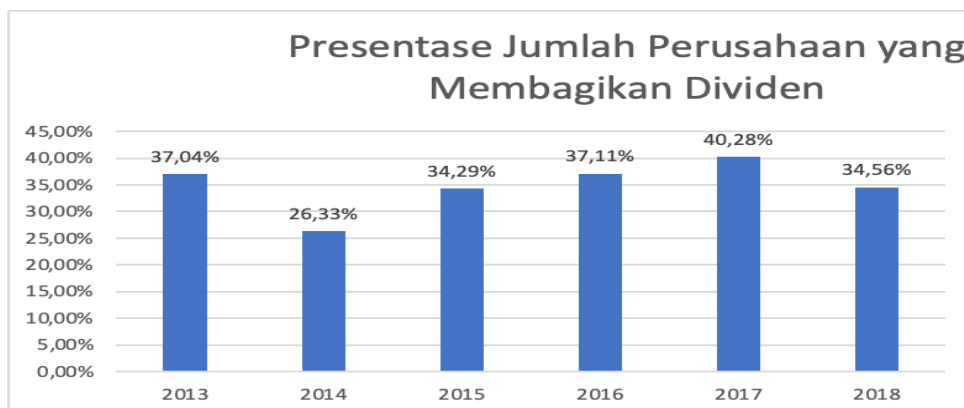
1.1 Latar Belakang

Sebagai negara berkembang, Indonesia merupakan negara yang menarik bagi investor. Data statistik Indonesia melaporkan bahwa pertumbuhan ekonomi Indonesia tetap positif dari tahun 2013 hingga 2018. Idealnya, investor mencari pengembalian optimal sebagai tujuan investasi mereka. Pengembalian optimal yang diperoleh investor ketika melakukan investasi pada saham dapat berupa dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan mengenai seberapa besar dividen yang harus dibayarkan dan berapa kali dividen tersebut akan dibayarkan dalam satu tahun. Kebijakan dividen juga menyangkut keputusan yang lebih beragam, yaitu apakah kas akan didistribusikan dengan cara *share repurchases* (pembelian kembali saham) atau lewat dividen tunai, apakah perusahaan lebih mementingkan kenaikan harga saham dengan cara menahan laba lebih banyak atau membagikan dividen yang lebih besar, bagaimana menjaga keseimbangan antara kepentingan investor individual yang pajak atas dividennya tinggi dan investor institusional yang pajak atas dividennya rendah. Kebijakan dividen menjadi seperangkat pedoman yang digunakan oleh perusahaan untuk memutuskan seberapa banyak laba yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Kebijakan dividen yang optimal merupakan kebijakan dividen yang dapat menciptakan keseimbangan antara dividen yang dibayarkan saat ini dan pertumbuhan perusahaan di masa mendatang yang dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Pembayaran dividen dilakukan karena manajer ingin memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara mengurangi biaya yang muncul akibat konflik agensi antara manajer dan pemegang saham karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol pada perusahaan-perusahaan besar. Besarnya masalah agensi yang ditandai oleh perusahaan menahan laba untuk diinvestasikan ke proyek tidak atau kurang menguntungkan, akan dipengaruhi oleh (1) industri dimana perusahaan tersebut beroperasi, ukuran perusahaan, intensitas modal

dalam proses produksi, *free cash flows* yang dihasilkan, dan ketersediaan kesempatan investasi yang menghasilkan NPV positif; dan (2) jumlah pemegang saham, struktur kepemilikan apakah terkonsentrasi atau menyebar, dan ada tidaknya investor besar yang mau dan mampu memonitor manajemen perusahaan. Manajer yang kebijakan dividennya sesuai dengan kepentingan investor akan dihargai dengan meningkatnya harga saham serta dipersepsi sebagai manajer yang profesional. Manajer yang kebijakan dividennya mengabaikan preferensi investor akan dihukum dengan menurunnya harga saham dan kemungkinan manajer akan kehilangan pekerjaan.

Kebijakan dividen menjadi keputusan penting karena melibatkan dua pihak yang memiliki kepentingan berbeda: pemegang saham dan para pihak terkait dengan perusahaan itu sendiri. Ini terkait dengan keputusan pendanaan perusahaan di mana pembayaran dividen ditentukan oleh jumlah laba ditahan. Semakin besar laba ditahan untuk pendanaan perusahaan, semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk membayar dividen. Hal ini karena perusahaan pada tahap *pioneering*, *Early expansion*, *Late expansion* dan tahap *decline* memiliki peluang investasi yang tinggi dan berpotensi tidak membayar dividen atau membayar dividen walaupun jumlahnya sedikit. Sedangkan perusahaan pada tahap *Stabilization* lebih mungkin membayar dividen daripada perusahaan yang sedang tumbuh karena mereka lebih sedikit memiliki peluang investasi. tahap Penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen adalah aspek kunci dari kebijakan dividen. Berikut data empiris jumlah perusahaan di Bursa Efek Indonesia yang membagikan dividen dari tahun 2013 hingga 2018.



Gambar 1.1 Jumlah Perusahaan yang Membagikan Dividen Tahun 2013 – 2018

Sumber: Bursa Efek Indonesia, (data diolah, 2020)

Berdasarkan gambar 1.1, dapat diketahui bahwa jumlah perusahaan yang membagikan dividen dari tahun 2013 – 2018 di bawah 50%. Persentase tertinggi jumlah perusahaan yang membagikan dividen terjadi pada tahun 2017 sebesar 40,28%. Otoritas BEI menemukan ini sebagai situasi yang tidak menguntungkan, yang pada akhirnya akan mempengaruhi iklim investasi di Indonesia. Pada tahun 2013 BEI mengusulkan untuk memberlakukan peraturan yang lebih ketat tentang pembayaran dividen, yang meliputi: (1) Frekuensi minimum untuk membayar dividen dalam periode tertentu dari laba bersih positif yang dilaporkan, (2) jumlah minimum laba bersih untuk dibagikan sebagai dividen, dan (3) sanksi untuk ketidakpatuhan (Wardhana & Tandelilin, 2018).

Permasalahan yang terjadi selanjutnya adalah pengimplementasian dari peraturan tersebut dan terdapat argumen pro dan kontra dari para pemangku kepentingan. Asosiasi Emiten Indonesia (AEI) dan Asosiasi Sekretaris Perusahaan Indonesia (ICSA) tidak segera setuju dengan gagasan mengatur pembayaran dividen, tetapi mereka akhirnya setuju untuk mempertimbangkan peraturan tersebut (Wardhana & Tandelilin, 2018). Namun, sampai pada tahun 2018, perusahaan yang membayar dividen hanya sebanyak 34,56%. Hal ini mengindikasikan bahwa BEI belum menghasilkan draft final yang berisi ketentuan teknis dan operasional dari peraturan yang diusulkan, untuk ditinjau dan didiskusikan lebih lanjut. Ini memberi peluang kepada peneliti untuk menyelidiki situasi lebih lanjut. Sebelum menerapkan peraturan mengenai kewajiban perusahaan membayar dividen, pertama-tama perlu dipahami mengapa perusahaan tidak membayar dividen dan memahami pro dan kontra dari peraturan kewajiban perusahaan membayar dividen. Peraturan kewajiban perusahaan membayar dividen dapat membatasi kemampuan dan peluang perusahaan untuk berinvestasi dan memiliki pertumbuhan yang tinggi, hal ini akan menyebabkan terjadinya pertukaran antara biaya dan manfaat.

Memaksa perusahaan untuk membayar dividen dapat merusak rencana investasi perusahaan, terutama ketika perusahaan menghadapi peluang pertumbuhan yang

tinggi. Mempertahankan laba untuk membiayai peluang investasi menjadi alternatif yang lebih baik untuk kepentingan semua pemegang saham (DeAngelo *et al.*, 2006). Akhirnya, investor tidak dapat mengharapkan perusahaan dengan pendapatan positif untuk membayar dividen, seperti dalam peraturan yang diusulkan, karena ini dapat menghalangi perusahaan dari merealisasikan peluang pertumbuhannya. Pembayaran dividen digunakan perusahaan untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas. Akan tetapi, jika perusahaan melakukan pembayaran dividen, maka peluang pertumbuhan perusahaan berkurang (Martins & Novaes, 2012).

Lintner, (1956), mengungkapkan bahwa masalah kebijakan dividen juga muncul ketika perusahaan menentukan besaran pembayaran dividen. Perusahaan dihadapkan pada permasalahan mengenai penetapan *dividen per share* (DPS). Permasalahannya adalah, *dividen per share* (DPS) pada periode yang lalu tetap dipertahankan atau harus di ubah. Jika DPS dinaikkan apakah perusahaan akan dapat mempertahankannya pada tahun-tahun yang akan datang? Apakah investor lebih menyukai DPS yang stabil atau DPS yang berfluktuasi sesuai laba perusahaan? dan apakah perusahaan lebih mementingkan keinginan investor lama yang menghendaki dividen besar atau justru mengikuti keinginan investor baru yang lebih suka laba diinvestasikan kembali daripada dibagikan sebagai dividen?

Penentu kebijakan dividen telah diselidiki selama beberapa dekade, namun *puzzle dividen* masih belum terpecahkan. Hal tersebut sesuai dengan teori *puzzle dividen* seperti yang disampaikan oleh (Black, 1996; Bhattacharyya, 2007; Shamki & Alulis, 2016). Tidak ada faktor universal yang sesuai untuk semua perusahaan karena kebijakan dividen sensitif terhadap banyak faktor termasuk karakteristik perusahaan dan karakteristik pasar. Masalah kebijakan dividen perusahaan akan menjadi teka-teki, karena ada banyak perspektif tentang kebijakan dividen, dan tidak ada konsensus tentang faktor-faktor mana yang dominan mempengaruhi kebijakan dividen (Baker *et al.*, 2019; Baker & Powell, 2012; Baker & Weigand, 2015; Dewasiri *et al.*, 2019; Dewasiri & Banda, 2016).

Studi tentang kebijakan dividen telah mengarah pada identifikasi sejumlah teori yang diusulkan, yaitu: (a) *bird-in-the-hand theory* (Lintner, 1956), (b) *irrelevant theory* (Miller & Modigliani, 1961), (c) *tax preference theory* (Gruber, 1970), (d) *dividend life cycle theory* (Mueller, 1972), (e) *dividen signaling model* (Bhattacharya, 1979), (f) *agency theory* (Easterbrook, 1984), (g) *pecking order theory* (Myers, 1984), (h) *outcome* dan *substitute* model dividen, dan (i) *dividen catering theory* (M. Baker & Wurgler, 2004b, 2004a).

Penelitian ini menggunakan *dividend life cycle theory* karena menurut Miller & Modigliani, (1961), kebijakan dividen terkait dengan asumsi para investor yang rasional, pasar modal yang sempurna dan nilai pasar dari suatu perusahaan. Babak baru riset kebijakan dividen dalam bidang ilmu keuangan dipelopori oleh riset Mueller, (1972). Pada tahun 1972, Mueller, (1972) memperkenalkan teori siklus hidup perusahaan dalam kebijakan dividen. Riset tersebut mempertimbangkan kebijakan dividen dari perspektif siklus hidup perusahaan. Pandangan yang lama mengungkapkan bahwa perusahaan cenderung mengabaikan siklus hidup perusahaan dalam kebijakan dividen, sedangkan pandangan yang baru kebijakan dividen dapat dilihat dari perspektif siklus hidup perusahaan. Hal ini karena investor mengharapkan pengembalian yang optimal atas investasi saham mereka melalui dividen, *capital gain*, atau keduanya. Siklus hidup perusahaan mendukung keteraturan perkembangan perusahaan, dimana proses pengembangan perusahaan disegmentasikan dalam tahapan-tahapan periode waktu. Perusahaan membayar dividen ketika mereka mencapai tahap tertentu dan/atau memenuhi karakteristik yang ditentukan, sesuai dengan tahap atau karakteristik siklus hidup perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hasil penelitian Mueller, (1972) menunjukkan bahwa perusahaan yang berada pada tahap *stabilization* memiliki pertumbuhan penjualan berada pada tingkat puncak. Investor pada perusahaan yang berada pada tahap *stabilization* lebih menyukai dividen daripada laba ditahan.

Penelitian tentang penentu kebijakan dividen yang melibatkan siklus hidup perusahaan dikonfirmasi juga oleh beberapa peneliti yaitu (Banyi & Kahle, 2014;

Bhattacharya *et al.*, 2019; DeAngelo *et al.*, 2006; Fama, 2001; Gup & Agrawal, 1996). Hasil penelitian menemukan bahwa dividen telah menjadi metode pembayaran utama pada perusahaan yang berada pada tahap *stabilization*. Kebijakan dividen memiliki hubungan positif dengan siklus hidup perusahaan. Selain itu perusahaan di Amerika Serikat membayar dividen menurun secara substansial dari waktu ke waktu.

Denis & Osobov, (2008) mempelajari kebijakan dividen perusahaan di Amerika Serikat, Kanada, Inggris, Jerman, Prancis, dan Jepang, diikuti oleh studi di Thailand (Fairchild *et al.*, 2014), Korea (Kim & Seo, 2014), India (Kaur, 2019; Rajesh Kumar & Sujit, 2018), dan perusahaan di Indonesia (Baker & Powell, 2012; Budiarmo *et al.*, 2019; Wardhana & Tandelilin, 2018). Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen pada umumnya mengacu pada teori siklus hidup perusahaan. Meskipun terdapat perbedaan mengenai faktor penentu kebijakan dividen, penelitian-penelitian tersebut mengungkapkan kesamaan hasil penelitian, yaitu kebijakan dividen dalam konteks siklus hidup perusahaan.

Mueller, (1972) mengungkapkan bahwa ketika perusahaan besar dan berada pada tahap *stabilization* melakukan investasi besar, pemegang saham menghadapi pengurangan pendapatan dividen. Hal ini merupakan implikasi besar bagi siklus hidup perusahaan. Fama, (2001) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan laba tinggi dan memiliki prospek pertumbuhan yang rendah berpotensi untuk membayar dividen, sedangkan perusahaan dengan laba rendah dan memiliki prospek pertumbuhan yang tinggi berpotensi untuk tidak membayar dividen. Selanjutnya, DeAngelo *et al.*, (2006) menyatakan bahwa perusahaan yang berada pada tahap *stabilization* berpotensi membayar dividen, sedangkan perusahaan pada tahap *pioneering* dan *expansion* berpotensi tidak melakukan pembayaran dividen.

Siklus hidup perusahaan memiliki dampak pada manajemen dan strategi bisnis. Oleh karena itu, tahapan dalam siklus hidup merupakan penentu utama daya saing perusahaan. Beberapa bukti empiris menunjukkan bahwa kebijakan dividen

bervariasi sesuai dengan siklus hidup perusahaan. Siklus hidup mendukung pertumbuhan perusahaan, di mana pertumbuhan perusahaan tersegmentasi dalam setiap tahapan siklus hidup perusahaan. Pada tahap *stabilization*, perusahaan memiliki profitabilitas tinggi tetapi peluang investasi rendah dan ukuran perusahaan besar, sehingga perusahaan pada tahap *stabilization* berpotensi untuk membayar dividen. Di sisi lain, pada tahap *expansion*, perusahaan memiliki profitabilitas yang rendah tetapi peluang investasi yang tinggi (Mueller, 1972).

Gup & Agrawal, (1996) mengungkapkan bahwa pertumbuhan penjualan dapat digunakan untuk menentukan tahapan dari siklus hidup perusahaan. Gup & Agrawal, (1996) mengelompokkan lima kelompok pertumbuhan penjualan untuk mengungkapkan siklus hidup dan menjelaskan lebih detail tentang masing-masing tahap dalam siklus hidup perusahaan. Tahap siklus hidup perusahaan yang digunakan oleh Gup & Agrawal, (1996), yaitu diantaranya adalah tahap pendirian (*pioneering*), tahap ekspansi (*early expansion* dan *late expansion*), tahap kedewasaan (*stabilization*), dan tahap penurunan (*decline*). Perusahaan yang berada pada tahap pendirian (*pioneering*), tahap ekspansi (*early expansion* dan *late expansion*), dan tahap penurunan (*decline*) lebih memilih untuk mengadopsi kebijakan dividen nol atau mendistribusikan jumlah pendapatan yang cukup rendah, sedangkan perusahaan-perusahaan yang berada pada tahap kedewasaan (*stabilization*) lebih potensial untuk membagikan dividen (Damodaran, 1999).

Pengukuran tahapan siklus hidup selanjutnya yaitu diungkapkan oleh DeAngelo *et al.*, (2006). DeAngelo *et al.*, (2006) menggunakan ukuran laba ditahan terhadap total ekuitas (RE/TE). DeAngelo *et al.*, (2006) berpendapat bahwa dua perusahaan dengan historis pendapatan yang sama dapat memiliki RE/TE yang berbeda. Perusahaan dengan RE/TE yang lebih rendah menjual lebih banyak ekuitas untuk mendanai program investasinya.

Eije & Megginson, (2008), melakukan penelitian dengan menggunakan sampel perusahaan di Eropa. Hasil penelitian menunjukkan bahwa usia perusahaan adalah proksi yang lebih baik untuk siklus hidup perusahaan. Mereka tidak menemukan

bahwa RE/TE mampu menjelaskan perusahaan untuk membayar dividen. Peningkatan tahap siklus hidup perusahaan adalah fungsi waktu. Semakin lama perusahaan beroperasi, maka perusahaan tersebut akan semakin dewasa. Oleh karena itu, usia perusahaan juga dapat mengukur di mana perusahaan berada dalam siklus hidupnya. Namun, sulit untuk menetapkan perusahaan pada tahap *mature* atau menurun hanya berdasarkan proksi usia perusahaan. Selain itu, tidak seperti RE/TE, usia perusahaan merupakan hal yang sensitif terhadap industri. Dua perusahaan dengan usia yang sama tetapi dari industri yang berbeda mungkin berada pada tahap siklus hidup perusahaan yang berbeda. Dickinson, (2011) mengungkapkan bahwa siklus hidup perusahaan dapat diukur dengan menggunakan pola arus kas perusahaan. Tahapan siklus hidup yang diungkapkan oleh Dickinson, (2011), yaitu *Introduction*, *Growth*, *Mature*, *Shake-out*, dan *Decline*.

Disisi lain, ternyata teori siklus hidup perusahaan memiliki kelemahan. Kelemahan dari teori siklus hidup perusahaan adalah bahwa tidak ada definisi yang tepat dari setiap tahap atau standar metodologi bagaimana mengidentifikasi tahap siklus hidup perusahaan (Yan & Street, 2006). Bahkan jumlah tahap siklus hidup perusahaan masing-masing peneliti juga berbeda. Tidak ada definisi yang tepat tentang kapan satu tahap dari siklus hidup berawal dan berakhir. Oleh karena itu, penelitian ini mempertimbangkan pendapat Gup & Agrawal, (1996) yang menggunakan pertumbuhan penjualan dalam menentukan siklus hidup perusahaan.

Kebijakan dividen dibuat oleh manajer dengan mempertimbangkan penentuan berapa porsi keuntungan yang dibagikan sebagai dividen dan berapa porsi yang berupa laba ditahan (Levy & Sarnat, 1970; Hooi *et al.*, 2015). Berdasarkan penelitian yang dilakukan pada perusahaan di Amerika Serikat (Fama, 2001; Gup & Agrawal, 1996), mengungkapkan bahwa keuntungan perusahaan diperoleh dari penjualan yang merupakan cerminan dari pertumbuhan perusahaan. Besarnya pertumbuhan perusahaan akan berpengaruh pada jumlah dana yang dibutuhkan untuk kegiatan operasi atau investasi. Jika perusahaan lebih memfokuskan pada pertumbuhan perusahaan maka kebutuhan dana pun akan semakin tinggi, sehingga

perusahaan berpotensi untuk membayar dividen yang rendah atau tidak membayar dividen sama sekali. Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar pula kebutuhan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan.

Pertumbuhan perusahaan mencerminkan keberhasilan investasi pada periode masa lalu dan dapat dijadikan sebagai prediksi pertumbuhan perusahaan pada masa yang akan datang. Potensi pertumbuhan perusahaan menjadi faktor penting yang menentukan kebijakan dividen. Perusahaan dengan laba tinggi dan prospek pertumbuhan perusahaan yang rendah akan berpotensi membayar dividen, sedangkan perusahaan dengan laba rendah dan prospek pertumbuhan perusahaan yang tinggi berpotensi untuk tidak membayar dividen. Teori siklus hidup perusahaan tentang dividen mengungkapkan bahwa kebijakan dividen perusahaan mengikuti jalur siklus hidup perusahaan, yaitu dari tahap *pioneering* hingga tahap *decline*. Perusahaan yang lebih besar umumnya berada pada tahap *stabilization* dan berpotensi untuk membayar dividen yang lebih tinggi. Hal ini karena perusahaan tersebut mampu menghasilkan laba yang tinggi dan memiliki peluang pertumbuhan untuk investasi yang rendah.

Selanjutnya, berdasarkan data yang dianalisis dari 220 jurnal terindeks scopus (Q1 hingga Q4), dapat diketahui bahwa beberapa kata kunci yang relatif jarang digunakan dalam aliran *life cycle* dan kebijakan dividen yaitu menguji masing-masing tahap *life cycle* terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang berada pada tahap *stabilization* maka semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam membayar deviden. Perusahaan yang berada pada tahap *expansion* sampai *stabilization* dalam tahap siklus hidup perusahaan pasti mengalami pertumbuhan dalam laba ditahan (Fairchild *et al.*, 2014). Banyu & Kahle, (2014); DeAngelo *et al.*, (2006) mengungkapkan bahwa perusahaan dengan laba ditahan yang rendah berpotensi berada pada tahap *pioneering* dan lebih kecil kemungkinannya untuk membayar dividen, sedangkan perusahaan dengan laba ditahan yang tinggi berpotensi berada pada tahap *stabilization* dan akan membayar dividen.

Penelitian ini juga menambahkan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, dan pertumbuhan laba. Variabel ukuran perusahaan, profitabilitas, dan pertumbuhan laba ditambahkan dalam penelitian ini karena mengingat pentingnya karakteristik perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen (Aguenaou, et al 2014). Fama, (2001); Grullon *et al.*, (2002) berpendapat bahwa, dalam teori siklus hidup, perusahaan yang membayar dividen memiliki karakteristik seperti ukuran perusahaan yang lebih besar, profitabilitas yang lebih tinggi, dan pertumbuhan laba yang tinggi. Gizelle *et al.*, (2013); Li *et al.*, (2020) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan banyak digunakan sebagai variabel kontrol untuk menjelaskan variasi pengungkapan dalam laporan tahunan perusahaan. Selain itu, perusahaan besar akan lebih berani untuk menggunakan modal, baik dari saham maupun yang bersumber dari pinjaman (hutang) dalam berbelanja seluruh aktiva baik aktiva tetap maupun aktiva lancar yang digunakan untuk perluasan usaha, dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil ukurannya, sehingga berdampak pada kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan besar cenderung membagikan dividen yang lebih besar daripada perusahaan kecil, karena perusahaan yang memiliki aset besar lebih mudah memasuki pasar modal dalam hal mencari sumber pendanaan eksternal (Gizelle *et al.*, 2013; Li *et al.*, 2020). Tujuan penyertaan variabel kontrol ini untuk menghindari terjadinya kesalahan spesifikasi model empiris yang digunakan dalam penelitian dan menghindari adanya hasil perhitungan yang bias.

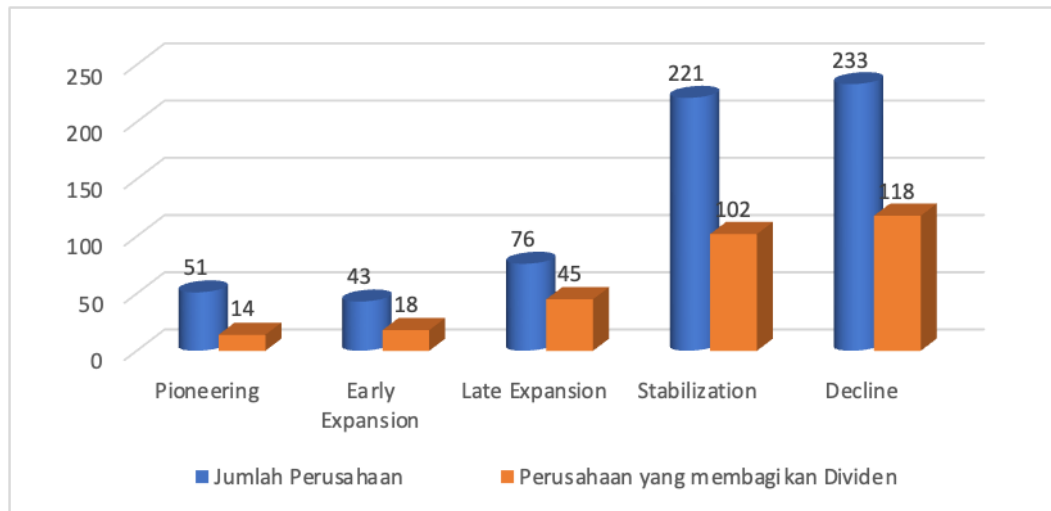
Selain ukuran perusahaan, profitabilitas berperan penting dalam meningkatkan kecenderungan pembayaran dividen kepada pemegang saham ketika perusahaan mengalami penurunan peluang investasi dan pengeluaran modal. Perusahaan yang berada pada tahapan *growth* sampai *mature* dalam tahap siklus hidup keuangan pada perusahaannya, akan mengalami pertumbuhan laba dan profitabilitas (Fairchild *et al.*, 2014). Bukti empiris yang dilakukan oleh Eugene F. Fama, (2001); Yarram, (2015). Al-Kayed, (2017); Harada & Nguyen, (2011); Kuzucu, (2015) mengidentifikasi profitabilitas sebagai penentu dengan dampak negatif pada kebijakan dividen perusahaan. Sebaliknya, Al-malkawi, (2008); Al-Najjar,

Basil, & Belghitar, (2011); Amidu, (2007); Boțoc & Pirtea, (2014) mengidentifikasi profitabilitas sebagai penentu dengan dampak positif pada kebijakan dividen perusahaan.

Perusahaan yang berada pada tahap *mature* akan memiliki pertumbuhan laba yang tinggi dan mereka akan lebih banyak menggunakan pembiayaan internal. Para investor pada umumnya memusatkan perhatian pada angka laba yang tertera dalam laporan keuangan guna memprediksi besarnya pengembalian atas investasinya dimasa depan. Pertumbuhan laba menunjukkan kinerja manajerial yang lebih baik bagi perusahaan dan bagi investor. Hal ini karena pertumbuhan laba menunjukkan pengembalian masa depan yang lebih baik dalam bentuk pembayaran dividen. Gordon, (1959) menemukan hubungan negatif antara pertumbuhan laba dan pembayaran dividen. Sedangkan Zhou & Ruland, (2006), menemukan hubungan positif yang signifikan antara pertumbuhan laba dan pembayaran dividen.

1.2 Perumusan Masalah

Penelitian ini memfokuskan pada kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan *life cycle theory*. Alasan peneliti memfokuskan pada *life cycle theory* adalah karena berdasarkan studi yang telah dilakukan dapat diketahui bahwa terdapat perusahaan yang seharusnya membayar dividen, namun tidak membayar dividen. Selain itu, terdapat perusahaan yang seharusnya tidak membayar dividen, namun perusahaan tersebut membayar dividen. Berikut ini merupakan data mengenai siklus hidup perusahaan dan kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2018.



Gambar 1.2 Grafik Siklus Hidup Perusahaan dan Kebijakan Dividen Perusahaan Tahun 2013- 2018

Sumber: Bursa Efek Indonesia, (data diolah, 2020)

Dickinson, (2011) mengungkapkan bahwa perusahaan pada tahap *pioneering* sebaiknya tidak membagikan dividen, pada tahap *expansion* perusahaan sebaiknya membagikan sedikit dividen, pada tahap *stabilization* perusahaan dapat menaikkan jumlah dividen tunai, dan pada tahap *decline* perusahaan memiliki dividen tunai yang besar. Berdasarkan gambar 1.2 dapat diketahui bahwa perusahaan pada tahap *pioneering* membagikan dividen. Selain itu, terdapat 221 perusahaan yang berada pada tahap *stabilization*, akan tetapi hanya 102 perusahaan yang membagikan dividen. Tema penelitian ini menjadi menarik untuk diteliti dan dikaji, mengingat faktor penentu kebijakan dividen masih merupakan *puzzle* yang belum terselesaikan. Selain itu, perkembangan studi mengenai kebijakan dividen adalah *dividend life cycle theory*. Oleh karena itu, masalah yang muncul dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah tahap *pioneering* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
2. Apakah tahap *expansion* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
3. Apakah tahap *late expansion* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
4. Apakah tahap *stabilization* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?

5. Apakah tahap *decline* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah, maka tujuan utama penelitian ini untuk:

1. Menganalisis pengaruh tahap *pioneering* terhadap kebijakan dividen perusahaan.
2. Menganalisis pengaruh tahap *expansion* terhadap kebijakan dividen perusahaan.
3. Menganalisis pengaruh tahap *late expansion* terhadap kebijakan dividen perusahaan.
4. Menganalisis pengaruh tahap *stabilization* terhadap kebijakan dividen perusahaan.
5. Menganalisis pengaruh tahap *decline* terhadap kebijakan dividen perusahaan.
6. Menganalisis pengaruh variabel kontrol, yaitu profitabilitas, *size*, dan *earning growth* terhadap kebijakan dividen perusahaan.

1.4 Keaslian dan Kebaruan Penelitian

Penelitian ini dimotivasi oleh pemikiran dan hasil identifikasi permasalahan kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia (Gambar 1.1), sehingga mendorong peneliti untuk meneliti kebijakan dividen berdasarkan *dividend life cycle theory* pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia secara lebih komprehensif. Perbedaan penelitian disertasi ini dengan penelitian sebelumnya yaitu:

- 1) Berdasarkan hasil telaah literatur artikel terindeks scopus (Q1 sampai Q4) dengan aliran riset kebijakan dividen ditinjau dari *life cycle theory* menunjukkan bahwa penelitian *dividend life cycle theory* pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia masih terbatas yaitu hanya sebanyak 2 artikel yang terbit dalam jurnal bereputasi yaitu Baker & Powell, (2012); Wardhana & Tandelilin, (2018), sedangkan terdapat satu penelitian yang tidak terindeks kedalam scimagojr yaitu penelitian yang dilakukan oleh Budiarmo *et al.*,

(2019) yang meneliti *catering theory* dan *life cycle theory* pada kebijakan dividen di Indonesia.

Penelitian ini dimotivasi oleh keterbatasan teori *life cycle*, yaitu kriteria penentuan siklus hidup yang berbeda-beda. Hal ini merupakan peluang riset bagi peneliti untuk memenuhi kesenjangan penelitian mengenai *dividend life cycle theory* di Indonesia. Baker & Powell, (2012); Budiarmo *et al.*, (2019); Wardhana & Tandililin, (2018); dan Budiarmo *et al.*, (2019) meneliti secara empiris siklus hidup perusahaan terhadap kebijakan dividen. Ketiga peneliti tersebut menggunakan siklus hidup berdasarkan pendapat DeAngelo *et al.*, (2006) yang menggunakan *retained earning/to book value of equity* (RE/TE),

Keterbaruan pada penelitian ini akan menguji *life cycle theory* dengan menggunakan pendapat dari Gup & Agrawal, (1996). Hal ini karena Gup & Agrawal, (1996) menggunakan pertumbuhan penjualan untuk mengukur *life cycle*. Pertumbuhan penjualan (*sales growth*) merupakan proksi yang sesuai untuk mengukur tingkat pertumbuhan perusahaan (DeAngelo *et al.*, 2006). Penjualan merupakan salah satu faktor penting yang menentukan kelangsungan hidup perusahaan. Manajemen perusahaan berusaha untuk dapat meningkatkan penjualan karena pertumbuhan penjualan yang tinggi atau stabil berkaitan dengan keuntungan perusahaan. Kegiatan penjualan yang dilakukan perusahaan bertujuan untuk mencapai laba yang maksimum bagi perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi akan mengurangi pembayaran dividen.

- 2) Penelitian ini menguji hipotesis dengan memisahkan model interaksi masing-masing tahapan *life cycle* dengan kebijakan dividen, dengan tujuan agar hasil penelitian *robust* dan *prudent* terhadap *grand theory* yang menjadi rujukan maupun dalam implementasinya. memisahkan model interaksi masing-masing tahapan *life cycle* dengan kebijakan dividen menjadi hal yang belum pernah dilakukan oleh peneliti sebelumnya.

1.5 Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi atau manfaat secara teoritis, metodologis dan empiris. Beberapa manfaat tersebut yaitu:

1. Bagi akademisi

- 1) Kontribusi teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi terkait aplikasi teori bidang manajemen keuangan khususnya kajian tentang *dividend life cycle theory*. Penelitian ini menggunakan konsep *dividend life cycle theory* yang dapat diterapkan pada perusahaan dalam mengambil kebijakan dividen. Peneliti juga menguji pengaruh masing-masing tahapan *life cycle* terhadap kebijakan dividen. Sehingga dapat melengkapi model penelitian dari (Baker & Powell, (2012); Budiarmo *et al.*, (2019); Wardhana & Tandelilin, (2018).

- 2) Kontribusi Metodologis

Secara metodologis, penelitian ini memberikan kontribusi dalam pengujian hipotesis dengan memisahkan model interaksi masing-masing tahapan *life cycle* dengan kebijakan dividen, yang sekaligus merupakan kebaruan penelitian ini.

2. Bagi perusahaan, hasil dari riset ini dapat diterapkan di praktik nyata untuk memperbaiki praktik kebijakan dividen perusahaan di Indonesia yang sesuai dengan *life cycle theory*, sehingga tidak mengalami kendala keuangan dikemudian hari dan kesejahteraan pemilik perusahaan dapat tercapai.

3. Bagi pelaku pasar, secara empiris memberikan kontribusi informasi kepada investor Indonesia khususnya yang akan melakukan investasi dan memperhatikan implikasi dari *dividend life cycle theory* pada perusahaan di Indonesia. Investor dapat menilai perusahaan dari *life cycle theory* terlebih dahulu untuk mengidentifikasi pada tahap mana perusahaan tersebut berada dan sejauh mana kebijakan dividen yang diterapkan perusahaan.

4. Bagi pemerintah, diharapkan mampu memberikan kontribusi kebijakan dalam membentuk kerangka kerja peraturan mengenai kebijakan dividen perusahaan di Indonesia. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan sumbangan pemikiran kepada otoritas jasa keuangan dalam memberikan kebijakan kepada perusahaan untuk melindungi investor dari perusahaan yang tidak membagikan dividen.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1. Kajian Pustaka

2.1.1. Teori Kebijakan Dividen

Penelitian ini didasari oleh teori kebijakan dividen. Kebijakan dividen (*dividen policy*) merupakan keputusan perusahaan mengenai berapa besar dividen kas (*cash dividends*) yang harus dibayarkan dan berapa kali dividen tersebut akan dibayarkan dalam satu tahun. Kebijakan dividen menyangkut keputusan yang lebih beragam, yaitu:

1. Apakah kas akan didistribusikan dengan cara *share repurchases* (pembelian kembali saham) atau melalui dividen tunai?
2. Apakah perusahaan lebih mementingkan untuk meningkatkan harga saham dengan cara menahan laba lebih banyak atau membagikan dividen yang lebih besar?
3. Bagaimana menjaga keseimbangan antara kepentingan investor individual yang pajak atas dividennya tinggi dan investor institusional yang pajak atas dividennya rendah (Lintner, 1956).

Kebijakan dividen merupakan salah satu topik di *corporate finance* yang pertama kali dianalisis dengan pendekatan teori positif dan telah banyak menjadi bahan penelitian. Namun demikian masih banyak yang belum bisa terjawab berkaitan dengan peran dividen dalam menyampaikan informasi ke investor tentang prospek perusahaan, yaitu:

1. Bagaimana pasar menilai saham yang dividennya rendah dan yang dividennya tinggi?
2. Bagaimana pajak korporat dan pajak individu mempengaruhi permintaan dan penawaran dividen tunai?
3. Bagaimana hubungan antara dividen dan variabel keuangan perusahaan yang lain? dan
4. Mengapa *dividen payout ratio* sangat berbeda antara industri satu dengan yang lain dan antar negara satu dengan negara yang lain?

Dividen adalah suatu bentuk pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan kepada para pemiliknya baik dalam bentuk kas maupun saham. Dividen dikatakan juga komponen pendapatan dari *return* investasi saham. Besar kecilnya dividen akan sangat bergantung pada besar kecilnya laba yang diperoleh serta proporsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham (Ross, 2004).

Keputusan dividen dianggap sebagai bagian intrinsik dari investasi perusahaan dan juga keputusan pendanaan. Kebijakan dividen secara mendasar merupakan keputusan untuk membayar sejumlah keuntungan (penghasilan) atau mengalokasikan penghasilan tersebut untuk reinvestasi. Kebijakan dividen merupakan kebijakan perusahaan yang dapat mempengaruhi keputusan investor untuk membeli, menahan, atau menjual sahamnya (Frankfurter & Wood, 2002; Kaur, 2019; Pandey & Bhat, 2007; Thanatawee, 2011). Lintner, (1956) merupakan pelopor penelitian mengenai kebijakan dividen yang membuat kontribusi dalam bidang keuangan dengan menguraikan perilaku dividen korporasi. Lintner, (1956) berpendapat bahwa faktor utama yang mempengaruhi kebijakan dividen mencakup dividen yang didistribusikan pada masa lalu dan pendapatan pada saat ini. Terdapat beberapa jenis dividen yang dapat dibayarkan kepada pemegang saham, yaitu:

1. Dividen Tunai (*Cash Dividend*)

Dividen tunai diterima oleh pemegang saham biasa melalui cek atau terkadang para pemegang saham menginvestasikan kembali dividen yang diperoleh ke dalam saham biasa perusahaan.

2. Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Dividen saham merupakan dividen yang dibagikan oleh perusahaan dalam bentuk lembar saham tambahan dan tidak berbentuk uang tunai.

3. Dividen Kekayaan (*Property Dividend*)

Property dividend adalah dividen yang diberikan kepada para pemegang saham dalam bentuk aset fisik, aset tersebut berupa produk yang dihasilkan perusahaan.

4. Dividen skrip atau dividen utang

Dividen skrip atau dividen utang adalah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk janji tertulis untuk membayar sejumlah uang dimasa yang akan datang. Dividen skrip terjadi karena perusahaan ingin membagikan dividen dalam bentuk uang tunai, tetapi tidak tersedia kas yang cukup, walaupun laba ditahan menunjukkan saldo yang cukup. Karena itu, pihak manajemen perusahaan menjanjikan untuk membayar sejumlah uang di masa yang akan datang kepada para pemegang saham.

5. Dividen likuidasi

Dividen likuidasi (*liquidating dividends*) merupakan dividen yang dibayarkan bukan berdasarkan laba ditahan atau pendapatan perusahaan. Dividen ini dibagikan dengan menggunakan modal yang telah disetor oleh pemegang saham (pengembalian investasi atas saham).

Berdasarkan berbagai jenis dividen tersebut, penelitian ini menggunakan *cash dividend* sebagai ukuran kebijakan dividen, hal ini karena *cash dividend* merupakan jenis dividen yang paling umum dan banyak digunakan oleh perusahaan.

Teori kebijakan dividen secara kuat berkaitan dengan penelitian (DeAngelo *et al.*, 2008); (Miller & Modigliani, 1961) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen terkait dengan asumsi para investor yang rasional, pasar modal yang sempurna dan nilai pasar dari suatu perusahaan. Dividen telah menjadi metode pembayaran utama pada setiap perusahaan yang berada pada tahap *mature* dalam empat abad terakhir (Fama, 2001). Ben-David, (2010) mengungkapkan dividen sebagai metode yang paling populer dan efisien untuk mendistribusikan uang tunai kepada investor atau pemegang saham. Terdapat beberapa aspek kebijakan dividen, antara lain:

1. Stabilitas dividen

Perusahaan yang membayar dividen secara stabil dari waktu ke waktu kemungkinan dinilai lebih baik daripada perusahaan yang membayar dividen secara berfluktuasi. Hal ini karena perusahaan yang membayar

dividen secara stabil mencerminkan kondisi keuangan perusahaan tersebut stabil dan sebaliknya, perusahaan dengan dividen tidak stabil mencerminkan kondisi keuangan perusahaan yang kurang baik.

2. Target *payout ratio*

Sejumlah perusahaan mengikuti kebijakan target *dividend payout ratio* jangka panjang. Hal ini akan mengakibatkan besarnya jumlah dividen yang dibayarkan berfluktuasi atau dividennya tidak stabil. Perusahaan hanya akan meningkatkan *dividend payout ratio*, jika pendapatan perusahaan meningkat dan perusahaan merasa mampu mempertahankan kenaikan pendapatan tersebut dalam jangka panjang.

3. Dividen reguler dan dividen ekstra

Salah satu cara perusahaan meningkatkan dividen kas adalah dengan memberikan dividen ekstra di samping *dividend regular*. Hal ini biasanya dilakukan jika pendapatan perusahaan meningkat cukup besar, tetapi sifatnya sementara. Apabila tidak terjadi peningkatan pendapatan perusahaan, dividen yang dibagikan hanya *dividend regular*.

Model keuangan klasik menyatakan kebijakan dividen dimulai dari *theory bird-in-the-hand*. *Theory bird-in-the-hand* menunjukkan bahwa investor menilai dividen lebih dari pada laba ditahan (Gordon, 1959; Lintner, 1956). *Theory Bird In the Hand* menjelaskan bahwa pemegang saham lebih memilih perusahaan yang membayar dividen tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang membayar dividen dalam jangka waktu yang panjang. Hal ini karena perusahaan yang membayar dividen tinggi dianggap memiliki resiko yang lebih kecil dan aman. Maka, dengan pemberian dividen yang tinggi, harga saham perusahaan naik, sehingga nilai perusahaan pun akan naik (Gordon, 1959; Lintner, 1956).

Teori preferensi pajak (*tax preference*) menyatakan bahwa investor atau pemegang saham lebih menyukai perusahaan yang membagikan dividen rendah, karena jika dividen yang dibayarkan tinggi, maka beban pajak yang harus ditanggung oleh investor atau pemegang saham juga akan tinggi (Gruber, 1970; Miller & Scholes, 1982).

Dividen digunakan untuk mengkomunikasikan profitabilitas perusahaan kepada pemegang saham luar karena investor memiliki informasi asimetris (Bhattacharya, 1979). Teori ini disebut *dividen signaling model*. Teori ini berasumsi bahwa dividen diperlukan untuk memberikan informasi positif dari manajer yang *well informed* ke pemegang saham yang *poorly informed*. Munculnya manajer yang *well informed* dan pemegang saham yang *poorly informed* merupakan fenomena pasar modal modern yang ditengarai dengan adanya *asymmetric information*. Pembayaran dividen merupakan sesuatu yang memberatkan perusahaan karena akan mengurangi jumlah dana yang tersedia untuk investasi. Disisi lain, pembayaran dividen juga merugikan pemegang saham karena mereka harus membayar pajak atas dividen yang diterima tersebut. Ini berarti bahwa hanya perusahaan yang benar-benar menguntungkan yang berani membayarkan dividen karena perusahaan tersebut mampu menanggung biaya atas berkurangnya dana untuk investasi. Perusahaan yang lemah tidak akan mampu untuk meniru dengan membayar dividen seperti yang dilakukan oleh perusahaan yang benar-benar menguntungkan. Akibatnya akan muncul suatu ekuilibrium yang terpisah (*separating equilibrium*) antara perusahaan yang benar-benar menguntungkan (yaitu yang membayarkan dividen) dan perusahaan yang kurang menguntungkan (yaitu yang tidak mampu membayarkan/mempertahankan dividen). Berdasarkan penjelasan tersebut, dapat disimpulkan bahwa teori *dividen signaling model* menyatakan bahwa dividen akan mengurangi ketimpangan informasi (*asymmetric of information*) antara manajemen dan pemegang saham dengan menyiratkan informasi privat tentang prospek masa depan perusahaan (Bhattacharya, 1979).

Easterbrook, (1984) memperkenalkan teori agensi tentang dividen yang mengusulkan hubungan terbalik antara dividen dan biaya agensi. Model ini berasumsi bahwa pembayaran dividen didorong oleh upaya untuk mengurangi masalah agensi yang muncul karena di perusahaan ada pemisahan antara pemilik dan manajer. Rafael *et al.*, (2000) menggunakan dua model agensi alternatif: “*outcome*” dan “*substitute*” model dividen. Dividen dianggap sebagai hasil dari perlindungan hukum yang efektif (tata kelola perusahaan). Dividen dianggap sebagai pengganti tata kelola perusahaan. Argumen “*irrelevant theory*” (Miller &

Modigliani, 1961) mengasumsikan tidak ada biaya perantara atau biaya transaksi, tetapi pada kenyataannya ada biaya pengawasan.

Pada tahun 1986, Jensen mengidentifikasi arus kas bebas (FCF) sebagai kelebihan arus kas yang dimiliki seorang manajer, dan menjelaskan pencairan dividen dengan mengorbankan investasi dalam proyek-proyek dengan *net present value* negatif sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan dan mengurangi biaya agensi, teori ini disebut sebagai teori arus kas bebas. Shleifer & Vishny, (1997) berpendapat bahwa pemegang saham besar ingin mengekstraksi manfaat kontrol pribadi. Dividen dianggap sebagai keuntungan yang diharapkan untuk semua pemegang saham. Ketika suatu perusahaan membutuhkan investasi, perusahaan awalnya menggunakan laba ditahan, kemudian menggunakan utang yang aman atau berisiko dan akhirnya dengan menggunakan ekuitas. Ini disebut sebagai teori *pecking order* (Myers, 1984). Meskipun hipotesis *pecking order* tidak memiliki implikasi langsung untuk pembayaran dividen. Dividen dianggap relevan ketika dividen dan investasi harus direkonsiliasi (Fama, 2001).

Baker & Wurgler, (2004b, 2004a) mengungkapkan teori *dividen catering theory*. Sentimen investor terlihat dalam pergerakan harga saham di pasar modal. Hal ini menyebabkan pihak manajemen perusahaan menggunakan dividen sebagai bentuk pelayanan kepada pemegang saham agar harga saham perusahaan dinilai tinggi. *Catering theory* menyiratkan bahwa perusahaan memberikan dividen ketika investor menetapkan harga yang lebih tinggi untuk saham perusahaannya (Baker & Wurgler, 2004a). Mendukung temuan Baker & Wurgler, (2004b, 2004a), studi (Abdulkadir *et al.*, 2015; Ferris *et al.*, 2006; Konieczka & Szyszka, 2014; Li & Lie, 2006; Neves, 2017) menunjukkan bahwa reaksi investor terhadap saham perusahaan yang dinilai terlalu tinggi, mendorong pihak manajemen perusahaan untuk membagikan dividen bagi pemegang saham mereka.

Baker & Wurgler, (2004b, 2004a) memperkenalkan *Catering theory* dalam kebijakan dividen. Kemudian didukung oleh Baker & Powell, (2012); Fairchild *et al.*, (2014) yang menekankan bahwa kebijakan dividen dapat dilihat dari

perspektif *Catering theory*. Teori ini secara umum dapat diterima untuk analisis perilaku investor dalam hubungannya dengan kebijakan dividen dengan asumsi bahwa investor mengharapkan pengembalian yang optimal atas investasi saham mereka melalui dividen, *capital gain*, atau keduanya.

Baker *et al.*, (2007); Baker *et al.*, (2006); Baker & Wurgler, (2004a, 2004b), memeriksa premi dividen untuk mendeteksi apakah kebijakan dividen suatu perusahaan merupakan bentuk pelayanan kepada pemegang saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa premi dividen mencerminkan sentimen investor yaitu secara positif mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Premi dividen untuk mengidentifikasi motif di balik kebijakan dividen telah didukung oleh (Abdulkadir *et al.*, 2015; Ferris *et al.*, 2006; Konieczka & Szyszka, 2014; Li & Lie, 2006; Neves, 2017). Namun, dalam beberapa keadaan, *Catering theory* telah terbukti tidak konsisten dalam menjelaskan kebijakan dividen perusahaan.

Denis & Osobov, (2008) meragukan *Catering theory* dengan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa siklus hidup perusahaan mendominasi kebijakan dividen. Chahyadi & Salas, (2012) juga menunjukkan bahwa *Catering theory* tidak berperan penting dalam kebijakan dividen untuk mengendalikan pajak. Hasil penelitian tersebut didukung oleh (Kim & Seo, 2014), yang menunjukkan bahwa premi dividen memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Budiarmo *et al.*, (2019) juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen perusahaan di Indonesia tidak konsisten dengan *Catering theory*. Pada tahun 1972, Mueller, (1972) memperkenalkan teori siklus hidup perusahaan dalam kebijakan dividen. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pemegang saham perusahaan pada tahap *mature* lebih menyukai dividen daripada laba ditahan.

2.1.2. Firm Life Cycle Theory Of Dividen

Mueller pada tahun 1972 mengembangkan teori siklus hidup perusahaan. Berdasarkan teori tersebut, dapat diketahui bahwa manajer lebih mengutamakan pertumbuhan perusahaan daripada kesejahteraan pemegang saham. Kesejahteraan pemegang saham meningkat ketika perusahaan tumbuh dan matang. Teori ini

menunjukkan bahwa banyak manajer mengutamakan pertumbuhan perusahaan dengan mengorbankan kesejahteraan pemegang saham. Pengembalian investasi yang diharapkan didiskontokan untuk menanggulangi ketidakpastian selama tahap awal pertumbuhan perusahaan. Selama periode ini pemegang saham menginginkan semua modal diinvestasikan kembali beserta semua keuntungan yang diperoleh perusahaan. Hal ini dilakukan untuk mendapatkan keuntungan dari peluang investasi yang melekat dalam investasi baru tersebut.

Mueller, (1972) mengungkapkan bahwa untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dengan disertai adanya biaya pemegang saham, manajer harus bebas dari kendali pemegang saham. Kebebasan ini biasanya muncul ketika kepemilikan saham tersebar, yaitu perusahaan banyak dimiliki oleh pemegang saham tunggal. Namun, kebebasan manajer juga dapat terjadi ketika satu kelompok pemegang saham adalah pemegang saham mayoritas di perusahaan, tetapi menolak untuk melakukan kontrol. Hal ini terjadi jika kelompok pemegang saham pengendali berisi manajer puncak dan motif manajerial untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan melebihi kepentingan mereka sebagai pemegang saham. Poin yang ditekankan di sini adalah bahwa kebebasan untuk meningkatkan pertumbuhan dan konflik pemegang saham muncul ketika perusahaan berada pada tahap *growth* dan *mature*. Pada tahap *introduction*, pemegang saham memiliki kontrol penuh atas jumlah investasi yang dilakukan, karena pemegang saham memasok semua modal awal. Jika perusahaan pada tahap *mature* berinvestasi terlalu banyak, maka terdapat kemungkinan yang terjadi, yaitu pemegang saham memperoleh penghasilan yang sedikit karena terjadi pengurangan pembayaran dividen perusahaan. Perusahaan yang berada pada tahap *mature* lebih memilih menahan laba dan meningkatkan investasi.

Perusahaan-perusahaan dalam hal ini kemudian membuat keputusan keuangan dengan cara yang lebih hati-hati seperti menggunakan lebih sedikit utang dalam keputusan pembiayaan (Banerjee *et al.*, 2008; Fee & Thomas, 2004; Titman & Wessels, 1988), memegang lebih banyak uang tunai (Itzkowitz, 2013), membayar

dividen lebih sedikit (Wang, 2012; Wang & Chiu, 2012), menghindari lebih banyak pajak (Cen *et al.*, 2017).

Penelitian yang dilakukan oleh Budiarso *et al.*, (2019); Farrukh *et al.*, (2017); Hanlon & Hoopes, (2014); Kalay & Loewenstein, (1986); Ozuomba *et al.*, (2016) menunjukkan bahwa masalah mengenai dividen terutama berkisar seputar bagaimana meningkatkan kekayaan pemegang saham. Banyak studi empiris, seperti Budiarso *et al.*, (2019); DeAngelo *et al.*, (2006); Dickinson, (2011); Fairchild *et al.*, (2014); Lintner, (1956) menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat dilihat dari perspektif siklus hidup. Teori ini dianggap secara umum dapat diterima untuk analisis perilaku investor dalam hubungannya dengan kebijakan dividen (Baker & Powell, 2012).

Tren penurunan pembayaran dividen awalnya ditunjukkan oleh Fama, (2001) untuk perusahaan di Amerika Serikat. Fama, (2001) menemukan bahwa perusahaan besar dan menguntungkan dengan peluang pertumbuhan rendah berpotensi untuk membayar dividen yang lebih tinggi. Hasil penelitian mereka menemukan bahwa perusahaan yang membayar dividen telah berkurang 46 persen antara tahun 1978 dan 1999 karena berbagai alasan, seperti pendapatan perusahaan yang negatif, ukuran perusahaan yang kecil, dan kebutuhan investasi yang besar. DeAngelo *et al.*, (2006); Fama, (2001); Grullon *et al.*, (2002) berpendapat bahwa pada tahap awal siklus hidup perusahaan, peluang investasi perusahaan melebihi laba ditahan. Oleh karena itu, perusahaan tidak membayar dividen atau membayar dividen yang rendah.

Pada tahap yang lebih matang (*stabilization*) dari siklus hidup, dana internal perusahaan melebihi peluang investasi perusahaan. Pada tahap *stabilization* perusahaan membayar lebih banyak dividen untuk menghindari pemborosan arus kas. Denis & Osobov, (2008) menunjukkan bukti untuk lima negara dengan ekonomi maju, sedangkan Eije & Megginson, (2008) memberikan bukti untuk 15 negara di Uni Eropa. Brockman & Unlu, (2011); Fatemi & Bildik, (2012) menemukan bukti serupa untuk negara-negara sekitar dunia. Fairchild *et al.*,

(2014) juga menemukan bukti yang mendukung hipotesis siklus hidup dividen di Thailand. Menurut Fairchild *et al.*, (2014), teori siklus hidup menyatakan bahwa perusahaan *mature* dan besar dengan peluang pertumbuhan yang rendah, memiliki arus kas bebas yang lebih tinggi, sehingga memungkinkan perusahaan untuk membagikan dividen yang lebih banyak kepada pemegang saham.

Irvine *et al.*, (2016) mengembangkan hipotesis siklus hidup dan menemukan hubungan yang signifikan antara pemegang saham dengan perusahaan. Perusahaan mengurangi porsi laba ditahan pada tahun-tahun awal tetapi kemudian meningkatkan laba ditahan ketika perusahaan semakin matang (*mature*). Hal ini menyebabkan kesulitan keuangan perusahaan berkurang karena hubungannya dengan pemegang saham berlangsung lebih lama, yang pada gilirannya, akan menyebabkan permintaan yang lebih rendah untuk aset likuid dan akan meningkatkan insentif perusahaan untuk membayar dividen secara teratur.

Lintner, (1956), mengungkapkan bahwa perusahaan dengan ekuitas yang lebih baik akan lebih *mature* (DeAngelo *et al.*, 2006; Denis & Osobov, 2008). Kebijakan dividen mengikuti siklus hidup perusahaan, di mana dividen umumnya didistribusikan oleh perusahaan *mature* dengan arus kas bebas yang besar (DeAngelo & DeAngelo, 2007). Perusahaan yang lebih besar dengan peluang pertumbuhan yang rendah berpotensi untuk membagikan dividen (DeAngelo *et al.*, 2006; Denis & Osobov, 2008; Li & Zhao, 2008). Perusahaan yang biasanya membagikan dividen adalah perusahaan yang besar, memperoleh keuntungan yang tinggi, dan memiliki peluang investasi yang rendah (He *et al.*, 2017).

Perusahaan yang membayar dividen biasanya perusahaan yang berada pada tahap dewasa (*stabilization*) (Bhattacharya *et al.*, 2019; Budiarso *et al.*, 2019; Fairchild *et al.*, 2014; He *et al.*, 2017; Jordan *et al.*, 2014; Kim & Seo, 2014; Manos *et al.*, 2012; Kumar & Sujit, 2018). Selain itu, perusahaan yang berada pada tahap kedewasaan (*stabilization*) membayar dividen yang lebih tinggi karena perusahaan tersebut memiliki ukuran perusahaan yang lebih besar dan lebih menguntungkan, memiliki lebih banyak *free cash flow* dan peluang pertumbuhan

yang rendah (Budiarmo *et al.*, 2019). Banyu & Kahle, (2014) juga mengungkapkan bahwa hubungan antara *earned contributed capital mix* dan pembayaran dividen menurun dari waktu ke waktu, sesuai dengan tahapan siklus hidup perusahaan. Perusahaan yang membayar dividen adalah perusahaan yang berada pada tahap kedewasaan (*stabilization*) dengan ukuran yang lebih besar, lebih menguntungkan dan memiliki pertumbuhan perusahaan yang rendah dibandingkan perusahaan yang tidak membayar dividen (Coulton & Ruddock, 2011).

Kebijakan dividen dan maturitas perusahaan terkait erat karena perusahaan yang berada pada tahap kedewasaan (*stabilization*) memiliki posisi yang lebih baik untuk membayar dividen. Menurut Byrne & O'Connor, (2012); Garengo *et al.*, (2007), perusahaan yang berada pada tahap kedewasaan (*stabilization*) memiliki tata kelola yang lebih efektif, dan sebagai hasilnya, perusahaan memiliki kinerja yang lebih tinggi. Fama, (2001) berpendapat bahwa, dalam teori siklus hidup, perusahaan yang membayar dividen memiliki karakteristik seperti ukuran perusahaan yang lebih besar, profitabilitas yang lebih tinggi, dan peluang investasi yang rendah. Grullon *et al.*, (2002) menunjukkan bahwa profitabilitas berperan penting dalam meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham ketika perusahaan menunjukkan penurunan peluang investasi.

Studi DeAngelo *et al.*, (2006); Denis & Osobov, (2008) tentang teori siklus hidup menemukan bahwa perusahaan dengan ekuitas yang lebih baik pada umumnya berada pada tahap dewasa. DeAngelo & DeAngelo, (2007) membuktikan bahwa kebijakan dividen mengikuti siklus hidup perusahaan, di mana dividen umumnya didistribusikan oleh perusahaan dewasa dengan arus kas bebas yang besar. DeAngelo *et al.*, (2006); Denis & Osobov, (2008a); Li & Zhao, (2008) juga menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar dan lebih menguntungkan dengan peluang pertumbuhan yang rendah berpotensi untuk membagikan dividen. Penelitian yang telah dilakukan oleh Fairchild *et al.*, (2014); Jordan *et al.*, (2014); Kim & Seo, (2014); Kumar & Sujit, (2018), memberikan bukti lebih lanjut yang konsisten dengan teori siklus hidup. Studi yang lebih baru yang dilakukan oleh He *et al.*, (2017) menunjukkan bahwa perusahaan yang biasanya membagikan dividen

adalah perusahaan besar dan memiliki peluang investasi yang rendah. Budiarmo *et al.*, (2019); He *et al.*, (2017); Manos *et al.*, (2012) menunjukkan bahwa perusahaan yang membayar dividen biasanya perusahaan yang lebih tua. Perusahaan yang berada pada tahap kedewasaan (*stabilization*) membayar dividen yang lebih tinggi karena perusahaan tersebut adalah perusahaan yang lebih besar, lebih banyak memperoleh keuntungan, memiliki banyak uang kas dan peluang pertumbuhan yang rendah. Sebaliknya, perusahaan yang berada pada tahap *expansion* dengan peluang pertumbuhan yang tinggi akan membayar dividen yang lebih rendah. Hal ini berarti bahwa kebijakan dividen dari perusahaan mendukung teori siklus hidup.

2.1.3 Pengukuran Kebijakan Dividen

2.1.3.1 *Dividend Per Share (DPS)*

Odeleye, (2018); Short *et al.*, (2002) mengungkapkan bahwa *Dividend Per Share (DPS)* adalah dividen per lembar saham yaitu besarnya pembagian dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham setelah dibandingkan dengan rata-rata tertimbang saham biasa yang beredar. Pengukuran *Dividend Per Share (DPS)* yaitu:

$$DPS = \frac{\text{Total Dividen yang Dibagikan}}{\text{Jumlah Lembar Saham yang beredar}}$$

2.1.3.2 *Dividend Yield (DY)*

Menurut Charitou *et al.*, (2011); Rock & Miller, (1985); Skinner & Soltes, (2011); Bhattacharya, (1979), *Dividend yield (DY)* adalah perbandingan seberapa besar dividen yang dibagi perusahaan terhadap harga pasar saham yang sedang beredar, yaitu rasio yang menghubungkan dividen yang dibayar dengan harga saham biasa. Beberapa investor menggunakan *dividend yield (DY)* sebagai suatu ukuran risiko dan sebagai suatu penyaring investasi, yaitu mereka akan berusaha menginvestasikan dananya dalam saham yang menghasilkan *dividend yield* yang tinggi. Rumus untuk menghitung *Dividend yield (DY)* adalah sebagai berikut:

$$DY = \frac{\text{Dividen Perlembar Saham}}{\text{Harga Perlembar Saham}}$$

2.1.3.3 Dividend Payout Ratio (DPR)

Charitou *et al.*, (2011); Rock & Miller, (1985); Skinner & Soltes, (2011); Bhattacharya, (1979) mengungkapkan bahwa *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah rasio seberapa banyak laba perusahaan yang dibagi menjadi dividen kepada pemegang saham. Rasio ini menggambarkan persentase dividen tunai yang diterima oleh pemegang saham terhadap laba bersih yang diperoleh perusahaan. Rasio ini memberikan gambaran yang lebih baik terhadap keuntungan yang diperoleh pemegang saham dibandingkan dengan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi rasio DPR akan semakin menguntungkan bagi pemegang saham karena semakin besar tingkat kembalian atas saham yang dimiliki. Rumus untuk menghitung *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen Perlembar Saham}}{\text{Laba Perlembar Saham}} \times 100\%$$

2.2 Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen

2.2.1 Siklus Hidup Perusahaan

Penentuan tahapan siklus hidup untuk berbagai peneliti berbeda-beda. Berikut penjelasan dari masing-masing pengukuran siklus hidup perusahaan:

2.2.1.1 Pertumbuhan Perusahaan

Mueller, (1972) menggunakan pertumbuhan perusahaan sebagai pengukuran dalam menentukan siklus hidup. Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka perusahaan berada pada tahap ekspansi. Gup & Agrawal, (1996) juga menggunakan pertumbuhan penjualan untuk mengukur pertumbuhan perusahaan. Berikut formula yang digunakan untuk mengukur pertumbuhan perusahaan:

$$\begin{aligned} & \text{Sales Growth} \\ & = \frac{\text{Net Sales for Current Period} - \text{Net Sales for the Last Period}}{\text{Net Sales for the Last Period}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \text{Asset Growth} \\ & = \frac{\text{Total asset for Current Period} - \text{Total asset for the Last Period}}{\text{Total asset for the Last Period}} \end{aligned}$$

Berikut klasifikasi tahap siklus hidup menurut Gup & Agrawal, (1996).

Tabel 2.1 Klasifikasi Tahap Siklus Hidup Berdasarkan Pertumbuhan Penjualan Perusahaan

<i>Sales Groups</i>	<i>Approximate Phase</i>	<i>Growth Rate of Sales (5 years)</i>
1	<i>Pioneering</i>	50% atau lebih
2	<i>Early Expansion</i>	20-49,9%
3	<i>Late Expansion</i>	10-19,9%
4	<i>Stabilization</i>	0-9,9%
5	<i>Decline</i>	Kurang dari 0%

Sumber: (Gup & Agrawal, 1996)

2.2.1.2 Free cash flow (FCF)

Dickinson, (2011) mengembangkan proksi untuk siklus hidup menggunakan pola arus kas. Pola arus kas diprediksi dari operasi perusahaan, investasi, dan aktivitas pendanaan. Proksi siklus hidup ini menghasilkan lima tahap siklus hidup, yaitu *introduction*, *growth*, *mature*, *Shake-out*, dan *decline*. Penentuan siklus hidup ini didasarkan pada teori ekonomi yang terkait (Barclay, 2005; Myers, 1984). Berikut formula yang digunakan untuk mengukur *FCF*:

$FCF =$

$$\frac{(\text{Operating Net Income} + \text{Depreciation expenses} - \text{income tax} - \text{interest expenses} - \text{cash dividend})}{\text{Total Assets}}$$

Tabel 2.2 Klasifikasi Tahap Siklus Hidup Berdasarkan Arus Kas Perusahaan

No.	Kategori Lifecycle	Arus Kas Operasi	Arus Kas Investasi	Arus Kas Pendanaan
1	<i>Introduction</i>	< 0	< 0	> 0
2	<i>Growth</i>	> 0	< 0	> 0
3	<i>Mature</i>	> 0	< 0	< 0
4	<i>Decline</i>	< 0	> 0	Terlepas dari tanda Arus Kas Pendanaan
5	<i>Shake Out</i>	Perusahaan yang tersisa		

Sumber: (Dickinson, 2011) dan (Bhattacharya *et al.*, 2019)

Perusahaan berada pada tahap (1) *Introduction* jika OANCF <0, IVNCF <0, dan FINCF > 0; (2) Tahap *growth* jika OANCF > 0, IVNCF <0, dan FINCF > 0; (3) Tahap *mature* jika OANCF > 0, IVNCF <0, dan FINCF <0;

(4) Tahap *shake-out* jika $OANCF < 0$, $IVNCF > 0$ terlepas dari tanda $FINCF$; dan (5) tahap *decline* untuk perusahaan yang tersisa.

2.2.1.3 *Earned contributed capital mix*

DeAngelo *et al.*, (2006) berpendapat bahwa *earned contributed capital mix* dapat dilihat dari tingkat kontribusi atau perolehan ekuitas (laba ditahan terhadap total ekuitas - RE/TE). Perusahaan pada tahap *stabilization* akan memiliki lebih banyak laba yang ditahan dan mereka akan lebih banyak menggunakan pembiayaan internal. RE/TE mencerminkan *earned contributed capital mix* karena suatu perusahaan tidak dapat memiliki laba ditahan yang tinggi tanpa adanya kemampuan laba yang substansial pada periode sebelumnya. Berikut formula yang digunakan untuk mengukur RE/TE :

$$RE/TE = \frac{\text{Retained Earning}}{\text{Total Equity}}$$

Pengukuran *earned contributed capital mix* selanjutnya adalah *Retained earning/to total asset* (RE/TA). *Retained earning/to total asset* (RE/TA) adalah rasio laba ditahan terhadap total aset. Ini mewakili total aset yang berkontribusi dan digunakan sebagai proksi untuk menguji teori siklus hidup seperti yang diusulkan oleh DeAngelo *et al.*, (2006). DeAngelo *et al.*, (2006) berpendapat bahwa tingkat kontribusi atau perolehan aset (laba ditahan terhadap total aset - RE/TA) menunjukkan sejauh mana perusahaan membiayai sendiri atau bergantung pada aset perusahaan. RE/TA mengasumsikan bahwa penentu utama kebijakan dividen adalah sejauh mana total aset didanai oleh modal yang diperoleh. Berikut formula yang digunakan untuk mengukur RE/TA :

$$RE/TA = \frac{\text{Retained Earning}}{\text{Total Asset}}$$

2.2.2 Profitabilitas

Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan entitas untuk menghasilkan laba dan digunakan sebagai ukuran kinerja perusahaan. Profitabilitas merupakan salah satu penentu terpenting dari kebijakan dividen (Mistry, 2011). Perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan dana internal atau laba ditahan sehingga perusahaan pada tahap *introduction* sampai *expansion* berpotensi untuk membayar dividen yang rendah dan memilih untuk memiliki lebih banyak laba ditahan. Ukuran umum profitabilitas yaitu:

2.2.2.1 Return on Assets (ROA)

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

Analisis *Return on Assets* (ROA) merupakan teknik analisis yang lazim digunakan untuk mengukur tingkat efektifitas dari keseluruhan operasi perusahaan. *Return On Assets* (ROA) adalah rasio yang menunjukkan hasil (*return*) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan. Selain itu ROA memberikan suatu ukuran tentang efektivitas manajemen dalam mengelola investasinya. *Return on Assets* (ROA) digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah laba bersih yang akan dihasilkan dari setiap rupiah dana yang tertanam dalam total aset. Semakin besar ROA maka semakin besar pula tingkat keuntungan yang dicapai oleh perusahaan tersebut dan semakin baik pula posisi perusahaan tersebut dari segi penggunaan *assets*.

Semakin tinggi rasio *Return on Assets* (ROA) maka semakin baik produktivitas aset dalam memperoleh keuntungan bersih. Berdasarkan perhitungan ROA, dapat diketahui efisiensi perusahaan menggunakan aktivasnya dalam kegiatan operasi untuk menghasilkan keuntungan. Laba bersih (*net income*) merupakan ukuran pokok keseluruhan keberhasilan perusahaan. ROA dapat membantu perusahaan yang telah menjalankan praktik akuntansi dengan baik untuk mengukur

efisiensi penggunaan modal yang menyeluruh terhadap setiap hal yang mempengaruhi keadaan keuangan perusahaan sehingga dapat diketahui posisi perusahaan terhadap industri.

Kelebihan analisis rasio ROA yaitu sifatnya yang menyeluruh, dapat digunakan untuk mengukur efisiensi tindakan yang dilakukan oleh divisi/bagian, juga dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas dari masing-masing produk yang dihasilkan perusahaan dan berguna untuk keperluan kontrol, juga berguna untuk keperluan perencanaan keuangan perusahaan. Kelemahan dari analisis rasio ROA yaitu, ROA sangat dipengaruhi oleh metode depresiasi aktiva tetap, selain itu, ROA mengandung distorsi yang cukup besar terutama dalam kondisi inflasi. ROA akan tinggi akibat dari penyesuaian harga jual aset, sementara itu, beberapa komponen biaya masih dinilai dengan harga distorsi (Van Horne & Wachowicz Jr, 2005).

2.2.2.2 *Return on Equity* (ROE)

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Equity}}$$

Return On Equity (ROE) merupakan hasil pengembalian atas ekuitas. Rasio ini menunjukkan seberapa besar kontribusi ekuitas dalam menciptakan laba bersih. Rasio ini dihitung dengan membagi laba bersih terhadap ekuitas. Berdasarkan perhitungan ROE dapat diketahui sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang bisa diperoleh pemegang saham.

Penggunaan rasio *return on equity* (ROE) memiliki kelebihan dan kekurangan. Kelebihan rasio ROE, yaitu bahwa perhitungan rumus ROE adalah perhitungan yang sederhana dan mudah dipahami. Setiap orang dapat mencari tahu nilai *return on equity* (ROE) perusahaan. Selain itu, pihak manajemen perusahaan dapat menjadikan *return on*

equity (ROE) sebagai alat untuk mendorong perolehan laba perusahaan agar lebih maksimal. ROE juga dapat dijadikan sebagai ukuran prestasi dari manajemen perusahaan, terutama dalam hal pemanfaatan modal dan perolehan laba bersih.

Pada penelitian ini, peneliti akan menggunakan *Return On Assets* (ROA) sebagai ukuran profitabilitas perusahaan, hal ini karena rasio tersebut mewakili pengembalian atas aktivitas perusahaan. *Return On Assets* (ROA) memfokuskan kemampuan perusahaan untuk memperoleh *earning* dalam keseluruhan operasi perusahaan, sedangkan *Return On Equity* (ROE) hanya mengukur *return* yang diperoleh dari investasi pemilik perusahaan dalam bisnis tersebut.

2.2.3 Ukuran Perusahaan (*SIZE*)

Gizelle *et al.*, (2013); Li *et al.*, (2020) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan banyak digunakan sebagai variabel kontrol untuk menjelaskan variasi pengungkapan dalam laporan tahunan perusahaan. Ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam total aset, penjualan, tenaga kerja, dan kapitalisasi pasar. Semakin besar total aset, penjualan, tenaga kerja, dan kapitalisasi pasar maka semakin besar pula ukuran perusahaan. Pada dasarnya ukuran perusahaan dapat dikategorikan dalam empat kategori, yaitu perusahaan yang besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium size*), perusahaan kecil (*small firm*) dan perusahaan mikro. Maka dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan merupakan suatu indikator yang dapat menunjukkan suatu kondisi atau karakteristik suatu organisasi atau perusahaan dimana terdapat beberapa ukuran yang dapat dipergunakan dalam menentukan ukuran (besar atau kecilnya) suatu perusahaan, seperti banyaknya jumlah karyawan yang digunakan dalam perusahaan untuk melakukan aktivitas operasional perusahaan, jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan, total penjualan yang dicapai oleh perusahaan dalam suatu periode, serta jumlah saham yang beredar.

Ukuran perusahaan merupakan suatu faktor penting yang bukan hanya sebagai proksi pada biaya keagenan (yang dapat diharapkan lebih tinggi pada perusahaan dengan ukuran laba yang lebih besar) tetapi juga disebabkan biaya transaksi yang berhubungan dengan penerbitan saham sehubungan dengan ukuran perusahaan. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen lebih tinggi kepada pemegang sahamnya, sehingga antara ukuran perusahaan dan dividen memiliki hubungan positif. Suatu perusahaan besar yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan yang baru dan masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses kepasar modal. Karena kemudahan akses kepasar modal cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuan untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan mampu memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Untuk mendapatkan hasil total asset, penjualan, tenaga kerja, dan kapitalisasi pasar yang lebih baik dan valid, maka untuk mengatasinya dengan melakukan transformasi data mentah menjadi data yang berbentuk *logaritma* (Fama, 2001; Huang *et al.*, 2020; Smith & Watts, 1992; Wu & Wu, 2020). Berdasarkan penjelasan tersebut, maka ukuran perusahaan dapat dihitung dengan rumus:

1. Ukuran perusahaan menggunakan total aset

$$\text{Size} = \text{Ln} (\text{total asset})$$

2. Ukuran perusahaan menggunakan total penjualan

$$\text{Size} = \text{Ln} (\text{total penjualan})$$

3. Ukuran perusahaan menggunakan jumlah tenaga kerja

$$\text{Size} = \text{Ln} (\text{total jumlah tenaga kerja})$$

2.2.4 *Earning Growth*

Earning growth merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan perusahaan dalam kebijakan dividen. Hal ini karena pertumbuhan laba merupakan tingkat perubahan total laba dari tahun ke tahun. Para investor pada umumnya memusatkan perhatian pada angka laba yang tertera dalam laporan keuangan guna memprediksi besarnya pengembalian atas

investasinya dimasa depan. *Earning Growth* merupakan tingkat perubahan total laba dari tahun ke tahun. Pertumbuhan laba menunjukkan kinerja manajerial yang lebih baik bagi perusahaan dan bagi investor. Hal ini karena pertumbuhan laba menunjukkan pengembalian masa depan yang lebih baik dalam bentuk pembayaran dividen. Gordon, (1959) menemukan hubungan negatif antara pertumbuhan laba dan pembayaran dividen. Sedangkan Zhou & Ruland, (2006), menemukan hubungan positif yang signifikan antara pertumbuhan laba dan pembayaran dividen. Semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan, maka perusahaan juga akan membayar dividen yang lebih tinggi.

$$EG = \frac{\text{Laba Bersih tahun } t - \text{laba bersih tahun } t - 1}{\text{Laba bersih tahun } t - 1}$$

2.3. Penelitian Terdahulu

DeAngelo *et al.*, (2006) meneliti hubungan siklus hidup dan kebijakan dividen. Penelitian ini hanya mempertimbangkan perusahaan yang terdaftar di NYSE, Nasdaq, dan Amex yang memiliki sekuritas dengan kode saham CRSP 10 atau 11 dan yang tergabung di bursa Amerika Serikat. Penelitian ini dilakukan pada tahun 1973–2002, dengan pertimbangan bahwa CRSP mulai berkembang dan memasukkan perusahaan Nasdaq pada tahun 1972.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dalam menerapkan kebijakan dividen pada umumnya mengacu pada teori siklus hidup. Sebagian kecil dari perusahaan membayar dividen tinggi ketika memiliki laba ditahan dari total ekuitas yang besar dan jatuh mendekati nol ketika sebagian besar ekuitas dikontribusikan. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa, jika perusahaan *mature* tidak membayar dividen, saldo kas perusahaan tersebut akan sangat besar dan hutang jangka panjang perusahaan akan turun. Hal ini akan memberikan keleluasaan ekstrem bagi para manajer perusahaan pada tahap *mature*.

Banyi & Kahle, (2014) melakukan penelitian pada perusahaan industri yang diperdagangkan di NYSE, Nasdaq, dan bursa Amex dan digabungkan di AS berdasarkan Compustat. DeAngelo *et al.*, (2006), juga menggunakan sampel pada tahun 1973 sampai 2012. Prosedur ini menghasilkan 15.291 perusahaan dan 151.356 pengamatan perusahaan selama periode sampel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penurunan pembayaran dividen merupakan fungsi dari komposisi yang berubah dari perusahaan. Hal ini menunjukkan terdapat efek siklus hidup pada kelompok perusahaan yang melakukan pembayaran dividen.

Faff *et al.*, (2016) meneliti hubungan siklus hidup dengan kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan yang menjadi sampel adalah perusahaan dengan kapitalisasi pasar ekuitas kurang dari USD 10 juta atau perusahaan dengan aset abnormal. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan lebih besar dari 1 juga dikecualikan, sehingga sampel akhir penelitian terdiri dari 12.000 perusahaan dan lebih dari 100.000 pengamatan setahun perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa investasi dan penerbitan ekuitas berhubungan dengan siklus hidup perusahaan. Penerbitan hutang dan kepemilikan kas meningkat pada tahap *introduction* dan *growth*, kemudian terjadi penurunan pada tahap *mature* dan *shake-out*/penurunan. Hasil ini robust setelah menggunakan berbagai proksi untuk siklus hidup perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan perusahaan, termasuk kebijakan dividen mengikuti siklus hidup perusahaan.

Wardhana & Tandelilin, (2018) meneliti tentang siklus hidup perusahaan dan kebijakan dividen perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan data tahun 1995, kemudian memeriksa dampak krisis Asia pada tahun 1997-1998 dan krisis keuangan global pada tahun 2008-2009. Dengan menggunakan beberapa proksi dari siklus hidup yang diungkapkan oleh DeAngelo *et al.*, (2006) yaitu laba ditahan sebagai proporsi dari total aset (RE/TA) atau total ekuitas (RE/TE), hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Indonesia mengikuti hipotesis *dividend lifecycle theory*.

Budiarso *et al.*, (2019) meneliti perilaku perusahaan dalam pembayaran dividen dan kaitannya dengan siklus hidup serta teori katering. Peneliti memeriksa 212 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2010 hingga 2016. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan Indonesia yang sudah dewasa (*mature*) membayar dividen yang lebih tinggi karena mereka lebih besar, lebih banyak memperoleh keuntungan, memiliki lebih banyak uang kas, dan peluang pertumbuhan yang rendah. Sebaliknya, perusahaan Indonesia dengan peluang pertumbuhan yang tinggi membayar dividen yang lebih rendah. Temuan penelitian ini menyiratkan bahwa kebijakan dividen dari perusahaan Indonesia yang berada pada tahap *mature* mendukung teori siklus hidup dan tidak konsisten dengan teori katering.

2.4. Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Pengaruh tahap *pioneering* terhadap kebijakan dividen

Miller & Modigliani, (1961) mengungkapkan bahwa kebijakan dividen perusahaan dipengaruhi oleh tahap siklus hidup perusahaan. Tahap *start up* atau tahap *pioneering* merupakan tahap dasar, ditandai dengan tingkat pertumbuhan tinggi serta persaingan yang ketat sehingga kemungkinan untuk gagal bayar relatif tinggi. Perusahaan yang berada pada tahap *start up* atau tahap *pioneering* memiliki peluang pertumbuhan tinggi tetapi profitabilitas rendah, hal ini menyebabkan perusahaan berpotensi untuk membayar dividen lebih rendah.

Mueller, (1972) mengemukakan teori siklus hidup perusahaan. Teori ini menjadi dasar teori siklus hidup perusahaan tentang dividen. Gup & Agrawal, (1996) menjelaskan bahwa pada tahap *start up* atau tahap *pioneering*, perusahaan dapat memiliki pertumbuhan penjualan yang sangat tinggi apabila pasar menanggapi positif produk yang ditawarkan oleh perusahaan. Meskipun demikian, kemungkinan produk yang ditawarkan tidak laku juga sangat besar. Dengan kata lain, resiko perusahaan pada tahap *pioneering* masih sangat tinggi. Hal ini karena perusahaan belum memiliki catatan usaha (*track record*). Perusahaan pada tahap *pioneering*, selain memiliki pertumbuhan penjualan yang tinggi, perusahaan tersebut juga memiliki biaya pemasaran tinggi, dan biaya pengembangan produk

tinggi, sehingga perusahaan berpotensi mengalami kerugian yang berakibat pada tidak tersedianya dana lebih (*free cash flow*) dalam perusahaan. Hal ini menyebabkan perusahaan tidak membayar dividen. Pada tahap *pioneering*, perusahaan pada umumnya menginvestasikan semua sumber dana yang tersedia untuk melakukan inovasi dan meningkatkan penjualannya. Pada tahap *pioneering*, perusahaan memiliki banyak peluang untuk investasi yang menguntungkan. Selain itu, perusahaan lebih mengejar pertumbuhan dan mengejar keuntungan. Pertumbuhan perusahaan pada tahap *pioneering* kemungkinan akan tinggi dan perusahaan berpotensi membayar dividen yang rendah, bahkan tidak membayar dividen sama sekali. Pashley & Philippatos, (1990) menjelaskan bahwa perusahaan yang berada pada tahap *start up* atau tahap *pioneering* berpotensi tidak membagikan dividen.

Selain itu, peluang investasi yang besar dimiliki oleh perusahaan yang berada pada tahap *start up* atau tahap *pioneering*. Untuk melakukan investasi, perusahaan pada tahap *pioneering* membutuhkan pendanaan yang besar. Perusahaan mengeluarkan biaya permulaan (*startup cost*) yang tinggi untuk memulai bisnis yang baru. Walaupun perusahaan meningkatkan volume penjualan, perusahaan akan mengalami kerugian. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi berpotensi memiliki pembayaran dividen rendah atau memiliki *dividend payout ratio* rendah. Hal ini berarti bahwa pada tahap *start up* atau tahap *pioneering*, tidak ada dividen yang dibayarkan atau dibagikan kepada pemegang saham (Gup & Agrawal, 1996).

Fama, (2001) menunjukkan bahwa faktor siklus hidup memainkan peran utama dalam kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan yang berada pada tahap *start up* atau tahap *pioneering* berpotensi memiliki profitabilitas rendah dan peluang pertumbuhan tinggi. Akibatnya, perusahaan mendistribusikan pendapatan yang rendah kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Perusahaan yang tidak membayar dividen merupakan perusahaan yang tidak menguntungkan. Perusahaan-perusahaan ini memiliki banyak peluang investasi yang membutuhkan pembiayaan, hal ini karena belanja modalnya jauh lebih besar daripada

pendapatannya. Perusahaan yang tidak membayar dividen memiliki karakteristik perusahaan muda atau perusahaan yang berada pada tahap *pioneering* dan memiliki pertumbuhan tinggi.

Hipotesis siklus hidup mengungkapkan bahwa kebijakan dividen berhubungan dengan siklus hidup perusahaan. Perusahaan yang berada pada tahap *start up* atau tahap *pioneering* lebih mengutamakan laba ditahan dibandingkan pembayaran dividen, hal ini karena perusahaan memiliki peluang investasi yang tinggi (DeAngelo *et al.*, 2006; Fama, 2001; Grullon *et al.*, 2002). Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa ketika perusahaan memiliki peluang investasi yang tinggi dan perusahaan berada pada tahap *pioneering*, perusahaan berpotensi tidak membayar dividen (Okpara & Chigozie, 2010). Berdasarkan uraian tersebut maka dikemukakan hipotesis:

H₁: Tahap *pioneering* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

2.4.2. Pengaruh tahap *early expansion* terhadap kebijakan dividen

Gup & Agrawal, (1996) menjelaskan bahwa perusahaan yang berada pada tahap *early expansion* tergolong memiliki tingkat pertumbuhan penjualan meningkat, akan tetapi tingkat pembayaran dividen rendah. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki jumlah *free cash flow* rendah, hal ini berdampak pada pembayaran dividen rendah. Perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi, memerlukan sumber modal dalam jumlah besar untuk membiayai aktivitas operasinya. Walaupun pertumbuhan penjualan tinggi, laba yang diperoleh kemungkinan tidak cukup untuk membiayai ekspansi yang diperlukan. Dengan demikian, perusahaan akan memiliki *dividend payout ratio* yang rendah, dan memerlukan pendanaan eksternal untuk membiayai ekspansinya.

Perusahaan yang berada pada tahap *early expansion* memiliki laba ditahan yang rendah. Perusahaan tersebut akan membutuhkan tambahan dana, mempertahankan labanya dan berpotensi tidak membagikan dividen (DeAngelo *et al.*, 2006). DeAngelo *et al.*, (2006); Fama, (2001) mengungkapkan bahwa terdapat *trade-off* antara kelebihan dan kekurangan dari laba ditahan yang sebenarnya bisa

mengubah kelangsungan ekonomi suatu perusahaan. Perusahaan yang berada pada tahap *early expansion*, mempunyai peluang lebih untuk berinvestasi daripada kemampuan menghasilkan kas. Keputusan yang terbaik dari perusahaan adalah membentuk laba ditahan yang besar guna mencapai pertumbuhan perusahaan yang cepat. Laba ditahan merupakan salah satu sumber biaya internal yang digunakan untuk membiayai kebutuhan-kebutuhan perusahaan. Perusahaan seharusnya lebih mengedepankan investasi dibandingkan membagikan labanya sebagai dividen.

Pada tahap *early expansion*, perusahaan mengalami peningkatan penjualan, keuntungan, likuiditas dan peningkatan rasio ekuitas terhadap hutang, serta mulai membayar dividen. Perusahaan mulai mengalami peningkatan penjualan karena telah mampu memperoleh pangsa pasar. Aset dan *earnings* yang diperoleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan tahap sebelumnya (*pioneering*). Perusahaan kemungkinan sudah bisa melakukan pembayaran dividen, walaupun jumlahnya tidak begitu besar, karena kas masih difokuskan untuk keperluan pendanaan (Gup & Agrawal, 1996).

Owen & Yawson, (2010) menjelaskan perusahaan yang berada pada tahap *early expansion* direpresentasikan oleh jumlah *free cash flow* yang tergolong rendah. Brush *et al.*, (2000) menemukan bahwa perusahaan dengan kelebihan arus kas pada saat pertumbuhan tinggi lebih memprioritaskan untuk menambah kinerja perusahaan. Besarnya *free cash flow* pada tahap *early expansion* ditafsir masih tergolong rendah karena kas perusahaan masih difokuskan untuk keperluan pendanaan dan investasi. Kondisi tersebut dapat berdampak pada rendahnya penerimaan dividen yang diterima oleh pemegang saham.

Pada tahap *early expansion*, apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan. Kesempatan bertumbuh telah dimulai dan perusahaan memperoleh

pendanaan dan keuntungan yang semakin lama semakin besar. Perusahaan fokus untuk memperbesar perusahaan dan meningkatkan *market share*. Perusahaan fokus untuk mengembangkan kesempatan investasinya dibandingkan dengan melakukan pembayaran dividen secara tunai, karena pendanaan dialokasikan kepada investasi perusahaan yang menguntungkan.

Menurut Dickinson, (2011) perusahaan membayar dividen walaupun jumlahnya sedikit. Pada tahap *early expansion*, perusahaan mengeluarkan investasi yang sangat besar untuk mengembangkan perusahaan, mempertahankan pangsa pasar, dan penguasaan teknologi. Perusahaan akan menghemat uangnya dan tidak membayarkan dividen.

Pouraghajan & Gholami, (2013) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi berpotensi untuk lebih sedikit dalam membagikan dividen. Perusahaan pada tahap *early expansion*, membutuhkan kas dalam jumlah besar untuk melakukan perluasan modal. Pembayaran dividen yang rendah dapat dihubungkan dengan tahap *early expansion*, karena perusahaan membutuhkan dana untuk mengembangkan pangsa pasar dan mendanai investasinya. Berdasarkan uraian tersebut maka dikemukakan hipotesis:

H₂: Tahap *early expansion* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

2.4.3. Pengaruh tahap *late expansion* terhadap kebijakan dividen

Pada tahap *late expansion*, fokus perusahaan untuk melakukan investasi sudah mulai berkurang dibandingkan dengan tahap *early expansion*. Kesempatan perusahaan untuk membayar dividen tunai semakin besar. Alokasi pendanaan perusahaan sudah tidak difokuskan pada ekspansi perusahaan tetapi terdapat alokasi kepada dividen tunai yang dibagikan kepada pemegang saham. Perusahaan mempertimbangkan ketidakpastian arus kas sebagai kontributor utama untuk keputusan pembayaran dividen (Brav *et al.*, 2005; Chay & Suh, 2009; Lintner, 1956).

Pembagian dividen khususnya dividen tunai sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia, volume penjualan perusahaan dan siklus hidup perusahaan. Perusahaan yang ada pada tahap *late expansion* memiliki volume penjualan yang tinggi dan mempunyai peluang lebih untuk menghasilkan kas. Keputusan yang terbaik dari perusahaan adalah membayar dividen tunai yang semakin besar. Pada tahap *late expansion* perusahaan mengalami peningkatan penjualan, keuntungan, likuiditas dan peningkatan rasio ekuitas terhadap hutang, serta berpotensi membayar dividen. Perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat berpotensi membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*. Pada tahap *late expansion*, perusahaan mulai membayar dividen (DeAngelo *et al.*, 2006). Berdasarkan uraian diatas maka diajukan hipotesis:

H₃: Tahap *late expansion* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

2.4.4. Pengaruh tahap *stabilization* terhadap kebijakan dividen

Miller & Modigliani, (1961) mengungkapkan bahwa perusahaan yang matang atau berada pada tahap *stabilization* berpotensi memiliki profitabilitas yang tinggi tetapi peluang pertumbuhan rendah. Perusahaan dapat mendistribusikan lebih banyak dividen tunai. Teori siklus hidup perusahaan tentang dividen didasarkan pada gagasan bahwa ketika perusahaan menjadi dewasa atau berada pada tahap *stabilization*, kemampuannya untuk menghasilkan uang melebihi kemampuannya untuk membiayai peluang investasi yang menguntungkan. Perusahaan berpotensi untuk mendistribusikan arus kas bebasnya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Gup & Agrawal, (1996) menjelaskan bahwa pertumbuhan penjualan masih terjadi tetapi sudah dalam tingkat yang lebih rendah daripada tahap *early expansion* dan *late expansion*. Perusahaan pada tahap *stabilization* memiliki produksi dalam jumlah yang cukup besar untuk memenuhi permintaan pasar. Umumnya, laba yang diperoleh cukup untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Dengan kata lain, *internal financing* cukup untuk mendukung penjualan, oleh karena itu, proporsi laba yang dibagikan dalam bentuk dividen (*dividend payout*

ratio), lebih besar daripada perusahaan pada tahap *early expansion* dan *late expansion*.

Perusahaan yang berada pada tahap *stabilization* mempunyai kesempatan investasi rendah atau tidak memerlukan dana untuk melakukan investasi baru, sehingga perusahaan berpotensi untuk memiliki *free cash flow* yang tinggi. Artinya perusahaan dapat membayar dividen dikarenakan adanya *free cash flow* yang tinggi. Pada tahap *stabilization*, pertumbuhan perusahaan berada pada titik maksimum, aktivitas investasi perusahaan untuk modal asset tetap sudah mulai berkurang dan perusahaan mampu menghasilkan laba dari asset yang ditanam pada periode siklus hidup sebelumnya, sehingga perusahaan berpotensi membayar dividen. Hal ini konsisten dengan teori yang dikemukakan oleh Bulan & Subramanian, (2009) yang menyebutkan bahwa perusahaan pada tahap *pioneering* dan *early expansion* memiliki kesempatan investasi yang besar, namun keuntungannya belum mampu untuk memenuhi pendanaan kas internalnya. Sedangkan pada tahap *stabilization*, kesempatan investasi perusahaan mulai berkurang, profitabilitas dan pertumbuhannya sama, secara sistematis, risikonya menurun dan penghasilan kas internal perusahaan meningkat.

Dividend life cycle theory menjelaskan bahwa pembayar dividen adalah perusahaan yang berada pada tahap *stabilization* ditandai dengan adanya pembayaran dividen optimal. Suatu perusahaan menjadi dewasa, ketika kemampuannya dalam menghasilkan kas diikuti kemampuannya untuk mencari peluang investasi yang menguntungkan. Akhirnya, perusahaan berada pada kondisi optimal untuk mendistribusikan kas berlebihnya kepada pemilik perusahaan berupa dividen. Menurut Anthony & Ramesh, (1992), perusahaan pada tahap *stabilization* dideskripsikan dengan jumlah dividen tinggi yang diterima oleh pemilik perusahaan dan semakin rendahnya pertumbuhan penjualan. Tahap *stabilization* adalah tahap terlama dari siklus hidup perusahaan. Perusahaan pada tahap *stabilization* adalah perusahaan yang telah berhenti bertumbuh dan sedang mempertahankan posisinya, serta mempunyai arus kas operasi yang cukup dalam

hal membiayai pembaharuan aset jangka panjang serta membayar dividen kepada pemegang saham.

Pada tahap *stabilization* aliran kas perusahaan relatif stabil dan nilai kesempatan tumbuh dibandingkan nilai *assets in place* lebih rendah daripada tahap pendirian dan ekspansi. *Cash flows from investing activity* (CFI) perusahaan untuk *fixed assets* mulai menurun. Pada tahap *stabilization*, persaingan menjadi lebih intens. Selain itu, Fama, (2001) menemukan bahwa perusahaan yang berada pada tahap *stabilization* akan memiliki volume penjualan yang semakin menurun, arus kas tinggi dan sedikit peluang investasi. Oleh karena itu, perusahaan pada tahap *stabilization* memiliki rasio *dividend pay out ratio* yang tinggi.

Teori siklus hidup dividen dinyatakan oleh DeAngelo *et al.*, (2006) yaitu dividen dibayarkan oleh perusahaan yang sudah mapan atau berada pada tahap *stabilization*. Hal ini mencerminkan siklus hidup keuangan perusahaan, di mana perusahaan ketika berada pada tahap *pioneering*, *early expansion*, dan *late expansion* memiliki peluang investasi relatif tinggi dengan sumber daya terbatas, sedangkan perusahaan matang atau berada pada tahap *stabilization* adalah perusahaan yang tepat untuk membayar dividen karena mereka memiliki profitabilitas tinggi dan memiliki sedikit peluang investasi.

Perusahaan pada tahap *stabilization* lebih mungkin membayar dividen daripada perusahaan yang sedang tumbuh karena mereka memiliki lebih sedikit peluang investasi daripada perusahaan yang sedang tumbuh (Al-Ajmi & Hussain, 2011; DeAngelo *et al.*, 2006; Denis & Osobov, 2008b; Fama, 2001). Stacescu, (2006); Fargher & Weigand, (2014) menyimpulkan bahwa perusahaan akan lebih mungkin membayar dividen jika mereka memiliki keuntungan dan tingkat kas yang tinggi. Perusahaan pada tahap *stabilization* atau sudah berkembang dengan stabil dinilai lebih baik untuk membagikan dividen, karena memiliki sumber daya yang tidak terbatas dan lebih stabil dibandingkan dengan perusahaan pada tahap lainnya. Perusahaan yang bertumbuh biasanya memiliki sumber daya terbatas dan lebih memilih untuk menahan laba daripada membagi dividen (DeAngelo *et al.*, 2006).

DeAngelo *et al.*, (2006) mengemukakan pembayaran dividen dilakukan saat perusahaan berada di tahapan *stabilization*. Perusahaan pada tahap *stabilization* memiliki kesempatan untuk berkembang yang tergolong rendah serta tingkat keuntungan yang didapat tergolong tinggi. Penelitian sebelumnya dilakukan oleh El-Ansary & Gomaa, (2012); dan Thanatawee, (2011) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki keuntungan yang tinggi akan membayarkan dividen lebih tinggi. Owen & Yawson, (2010) menjelaskan perusahaan pada tahap *stabilization* direpresentasikan dengan jumlah *free cash flow* yang besar. Semakin dewasa fase siklus hidup sebuah perusahaan maka, pembayaran dividen semakin tinggi. Perusahaan yang lebih matang dan mapan berpotensi untuk mendistribusikan pendapatan kepada pemegang saham. Perusahaan-perusahaan ini dicirikan oleh penjualan menurun, peluang investasi rendah, profitabilitas tinggi, dan ukuran perusahaan yang lebih besar.

Menurut Dickinson, (2011) perusahaan pada tahap *stabilization*, dividen yang dibayarkan sudah lebih besar dibanding tahap lainnya. Fama, (2001), menjelaskan bahwa perusahaan besar dengan profit tinggi dan kesempatan bertumbuh yang relatif rendah akan berpotensi membayar dividen lebih banyak daripada perusahaan dengan karakteristik sebaliknya. Perusahaan biasanya memiliki tingkat pembayaran dividen berbeda sesuai dengan setiap fase siklus hidup perusahaan. Pada tahun-tahun awal, perusahaan memiliki peluang untuk reinvestasi yang menguntungkan masih besar, walaupun dengan *dividend payout ratio* rendah, dan pertumbuhan berjalan dengan cepat. Beberapa tahun kemudian, perusahaan ini beranjak dewasa, dimana kapasitas produksi cukup untuk memenuhi permintaan pasar, pesaing memasuki pasar, dan peluang menarik untuk reinvestasi merupakan hal yang sulit untuk dilaksanakan. Tahapan *stabilization* ditandai dengan perusahaan dapat memilih untuk meningkatkan *dividend payout ratio*, bukan mempertahankan pendapatan. Tingkat dividen meningkat, tetapi setelah itu tumbuh pada tingkat lebih lambat karena perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang lebih sedikit dibanding fase awal. Berdasarkan uraian tersebut maka diajukan hipotesis:

H4: Tahap *stabilization* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

2.4.5. Pengaruh tahap *decline* terhadap kebijakan dividen

Tahap terakhir adalah tahap *decline* ditandai dengan penurunan penjualan dan profit perusahaan. Hal ini akan berdampak pada terjadinya kerugian dan pembayaran dividen dihentikan (Pashley & Philippatos, 1990). Pada tahap penurunan (*decline*), penjualan menurun dengan munculnya produk-produk pengganti yang baru, investasi baru tidak dimungkinkan. Perusahaan pada tahap *decline* memiliki kesempatan tumbuh terbatas, karena menghadapi persaingan yang semakin tajam, muncul pesaing yaitu pendaatang baru serta produk pengganti dengan teknologi baru yang lebih efisien, mengakibatkan pangsa pasar potensial semakin sempit. Perusahaan mengalami penurunan penjualan secara signifikan dan terjadi kerugian serta pembayaran dividen terhenti (Pashley & Philippatos, 1990). Keputusan yang terbaik dari perusahaan adalah membentuk laba ditahan yang besar guna melakukan investasi untuk mencapai pertumbuhan perusahaan yang cepat, sehingga perusahaan berpotensi untuk mengurangi pembayaran dividen, bahkan tidak membayar dividen sama sekali.

Perusahaan dalam tahap *decline* memiliki kesempatan tumbuh terbatas, menghadapi persaingan yang semakin tajam, pangsa pasar potensial semakin sempit, dan ekspansi perusahaan tidak menguntungkan. Tahap *decline* merupakan tahap yang mengindikasikan kemunduran perusahaan dimana perusahaan mengalami penurunan penjualan dan penurunan keuntungan yang drastis. Hal ini menyebabkan perusahaan memiliki arus kas tidak stabil. Perusahaan sudah tidak memiliki peluang investasi dan berada di tahap penurunan, sehingga perusahaan berpotensi untuk membagikan *cash flow* yang ada kepada para pemegang saham karena *cash flow* tersebut sudah tidak dapat digunakan untuk mendanai aktivitas investasi dan perusahaan kehilangan kepercayaan dari pihak kreditur karena perusahaan tidak memiliki prospek yang baik di masa yang akan datang (Dickinson, 2011).

Perusahaan dalam tahapan *decline* akan mengalami penurunan penjualan dan laba juga mulai mengalami penurunan. Investasi yang telah dilakukan kemungkinan terus menghasilkan arus kas, akan tetapi mulai menurun dan perusahaan memiliki sedikit peluang investasi baru. Menurut Miller & Friesen, (1980), perusahaan pada tahap *decline* mengalami penurunan tingkat penjualan, tingkat pertumbuhan, investasi, efisiensi, dan inovasi. Perusahaan melakukan pengurangan pada arus kas operasi, hal ini karena perusahaan mengalami ketidakpastian mengenai arus kas di masa yang akan datang, laba, inovasi, investasi dan margin keuntungan. Hal ini menyebabkan perusahaan pada tahap *decline* hanya membagikan dividen dengan jumlah yang sedikit. Maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H₅: Tahap *decline* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

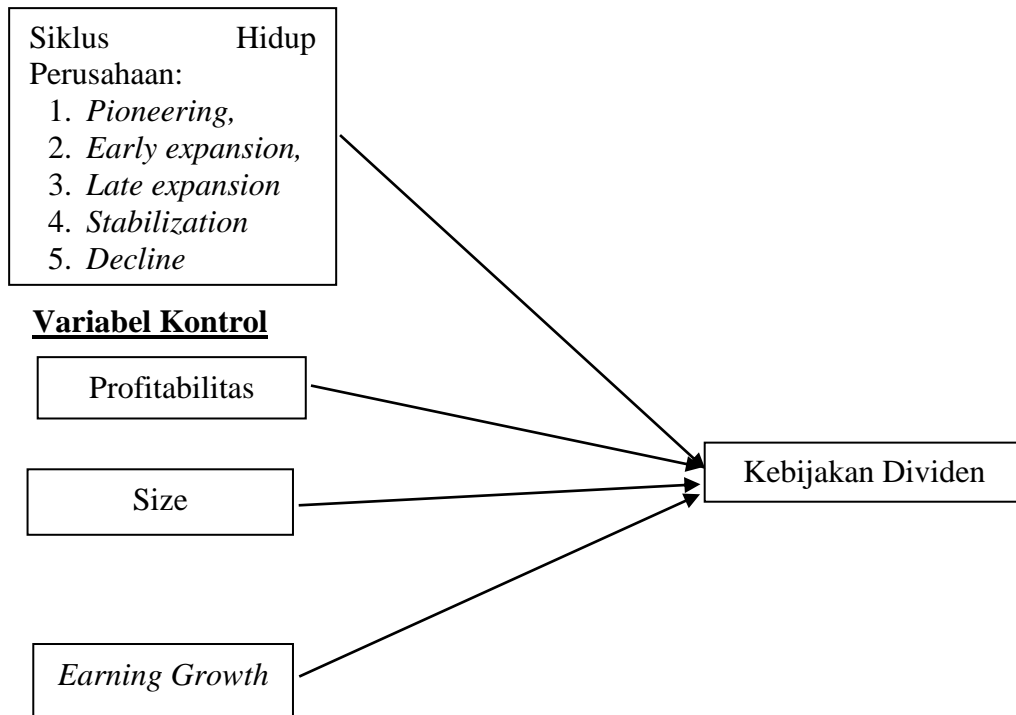
2.5 Kerangka Pemikiran

Kebijakan dividen (*dividen policy*) merupakan keputusan perusahaan mengenai berapa besar dividen tunai (*cash dividends*) yang harus dibayarkan dan berapa kali dividen tersebut akan dibayarkan dalam satu tahun. Penentu kebijakan dividen telah diselidiki selama beberapa dekade dan masih belum terpecahkan (Black, 1996; Bhattacharyya, 2007; Shamki & Alulis, 2016). Studi tentang kebijakan dividen telah mengarah pada identifikasi *dividend life cycle theory* (Mueller, 1972).

Berdasarkan latar belakang, dapat disimpulkan bahwa pada tahap siklus hidup perusahaan yang berbeda, terdapat kebijakan dividen yang berbeda pula. Fama, (2001) mengungkapkan bahwa terdapat hubungan antara tahap siklus hidup suatu perusahaan dengan kebijakan dividen perusahaan. Pada penelitian ini, tahapan siklus hidup perusahaan mempertimbangkan pendapat dari Gup & Agrawal, (1996) yaitu tahap *Pioneering, Early expansion, Late expansion, Stabilization*, dan *Decline*. Selain itu, penelitian ini juga mempertimbangkan penggunaan variabel kontrol.

Variabel kontrol merupakan variabel yang dikendalikan sehingga pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti. Fungsi dari variabel kontrol adalah untuk mencegah adanya hasil perhitungan bias. Variabel kontrol adalah variabel untuk melengkapi atau mengontrol hubungan kausalnya supaya lebih baik untuk mendapatkan model empiris yang lengkap dan lebih baik. Variabel kontrol digunakan untuk mengontrol hubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat, karena variabel kontrol diduga ikut berpengaruh terhadap variabel bebas (Atinc *et al.*, 2012; Carlson & Wu, 2012). Berdasarkan penelitian terdahulu, dapat diketahui bahwa untuk mengetahui pengaruh dari siklus hidup perusahaan terhadap kebijakan dividen, terdapat beraneka ragam variabel kontrol yang dapat digunakan seperti profitabilitas, *Size*, dan *earning growth*.

Penelitian ini menyertakan sejumlah variabel kontrol ke dalam analisis untuk mengontrol faktor-faktor lain yang diduga ikut berpengaruh terhadap variabel dependen, yang mungkin dapat mengganggu hasil pengujian siklus hidup perusahaan terhadap kebijakan dividen. Tujuan penyertaan variabel kontrol ini untuk menghindari terjadinya kesalahan spesifikasi model empiris yang digunakan dalam penelitian dan menghindari adanya hasil perhitungan yang bias. Berdasarkan konsep, teori dan penjelasan mengenai *dividend life cycle theory*, maka dapat dibuat kerangka pemikiran sebagai berikut:



Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran

BAB III METODE PENELITIAN

Bagian ini menjelaskan tentang metode penelitian yang mencakup rancangan penelitian, sumber data, populasi dan sampel, serta teknik pengumpulan data. Selain itu, bagian ini juga menjelaskan definisi dan operasional variabel penelitian dan metode analisis data.

3.1 Rancangan Penelitian

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode penelitian kuantitatif yang bersifat prediksi dan estimasi. Metode penelitian kuantitatif memerlukan adanya hipotesis dan pengujian yang kemudian akan menentukan tahapan-tahapan berikutnya seperti penentuan formula tehnik analisa statistik. Pendekatan kuantitatif digunakan untuk menguji teori, membangun fakta, menunjukkan hubungan antar variabel, dan deskriptif statisti (Neuman, 2007). Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian *asosiatif kausalitas*. Hal ini karena penelitian ini ingin mengetahui pengaruh *life cycle theory* terhadap kebijakan dividen perusahaan. Desain kausalitas berguna untuk mengukur hubungan antar variabel atau berguna untuk menganalisis bagaimana suatu variabel mempengaruhi variabel lain. Peneliti juga menggunakan pendekatan *deduktif* dengan menempatkan beberapa teori sebagai dasar penelitian yang mendukung hubungan antar variabel.

3.2 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang dikumpulkan dalam penelitian ini adalah berupa data kuantitatif. Data kuantitatif adalah data yang diukur dalam suatu skala numerik. Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sumber data sekunder adalah data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara, yang dapat berupa bukti, catatan, atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter), baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan. Penelitian ini menggunakan data laporan keuangan yang diperoleh dari situs resmi BEI di <http://www.idx.co.id>.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian pustaka, observasi, dan dokumentasi. Penelitian Pustaka yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dengan membaca atau mempelajari berbagai macam literatur dan tulisan ilmiah yang berhubungan dengan penelitian ini. Metode pengumpulan data yang digunakan selanjutnya adalah observasi. Observasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah observasi pasif, yaitu observasi yang dilakukan dengan cara mengadakan penelitian di Bursa Efek Indonesia melalui website Indonesia *Stock Exchange*, dan website-website lain yang berhubungan dengan penelitian ini. Selain menggunakan penelitian pustaka dan observasi pasif, penelitian ini juga menggunakan dokumentasi sebagai metode pengumpulan data. Dokumentasi yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dengan cara mengambil data-data dari catatan, dokumentasi, dan administrasi yang sesuai dengan masalah yang diteliti.

3.4 Populasi dan Sampel

3.4.1 Populasi

Populasi adalah gabungan dari seluruh elemen yang berbentuk peristiwa, hal, atau orang yang memiliki karakteristik yang serupa dan menjadi pusat perhatian peneliti. Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

3.4.2 Sampel

Sampel merupakan bagian populasi yang akan diteliti. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Sampel penelitian diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik pemilihan atau pengambilan sampel dengan pertimbangan-pertimbangan dan kriteria tertentu. Kriteria perusahaan yang akan digunakan sebagai sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan aktif diperdagangkan pada periode penelitian 2015-2019.
2. Penulis menetapkan obyek penelitian berupa perusahaan-perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan tergabung di dalam industri non keuangan dikarenakan perusahaan-perusahaan ini diatur tata

Kelola perusahaannya oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan oleh Undang-Undang yang telah ditetapkan oleh pemerintah, sedangkan perusahaan-perusahaan yang berada di industri keuangan, selain diatur pengelolaannya oleh OJK dan Undang-undang, juga diatur oleh Lembaga independent yaitu Bank Indonesia untuk prinsip-prinsip tata Kelola perusahaan perbankan secara khusus. Hal ini menyebabkan karakteristik perusahaan keuangan berbeda dengan perusahaan non keuangan, sehingga jika digabung akan menimbulkan bias pada hasil riset.

3. Perusahaan publik non keuangan yang mengeluarkan laporan keuangan lengkap dalam satuan rupiah, dan memiliki data lengkap yang terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

Berikut disajikan tabel hasil pemilihan sampel penelitian.

Tabel 3.1 Pemilihan Sampel Penelitian

No.	Kriteria Pemilihan Sampel	Jumlah
1.	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan aktif diperdagangkan pada tahun 2019	669
2.	Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2019	466
3.	Perusahaan Non Keuangan yang menerbitkan laporan tahunan secara lengkap selama periode 2011-2019	126

Sumber: Bursa Efek Indonesia, diolah peneliti, 2021

Data-data variabel terkait penelitian yang berhasil dikumpulkan tersebut tidak termasuk dalam kategori data *outlier*. Data *outlier* yang bersumber dari data mentah dideteksi dengan aturan ESD (*Extreme Studentized Deviation*). Aturan ESD merupakan pendeteksi *outlier* yang paling populer yang menyatakan bahwa setiap data diluar t standar deviasi dari nilai rata-ratanya merupakan data *outlier*. Nilai t yang digunakan adalah 2.

3.5 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

Variabel merupakan pembeda atau pembawa variasi pada nilai. Nilai bisa berbeda dari berbagai waktu untuk objek atau orang yang sama, atau pada waktu yang sama untuk objek atau orang yang berbeda. Pokok penelitian ini adalah kajian

tentang kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol.

Definisi operasional variabel yaitu penentuan batasan yang menjelaskan ciri spesifik dari suatu konsep. Tujuan definisi operasional variabel ini adalah agar dapat memperoleh alat ukur yang sesuai dengan variabel yang sudah didefinisikan konsepnya. Berdasarkan tujuan tersebut, maka penulis perlu memasukkan definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini untuk kuantifikasi variabel yang diteliti.

3.5.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen tunai perusahaan. Pengukuran kebijakan dividen pada penelitian ini yaitu *Dividend Payout Ratio* (DPR). Charitou *et al.*, (2011); Rock & Miller, (1985); Skinner & Soltis, (2011); dan Bhattacharya, (1979) mengungkapkan bahwa *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah rasio seberapa banyak laba perusahaan yang dibagi menjadi dividen kepada pemegang saham. Rasio ini memberikan gambaran yang lebih baik terhadap keuntungan yang diperoleh pemegang saham dibandingkan dengan keuntungan yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi rasio akan semakin menguntungkan bagi pemegang saham karena semakin besar tingkat pengembalian atas saham yang dimiliki. Pengukuran *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen Perlembar Saham,}}{\text{Laba Perlembar Saham}} \times 100\%$$

3.5.2 Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah siklus hidup perusahaan. Pengujian siklus hidup perusahaan akan menggunakan pendapat dari (Gup & Agrawal, 1996). Gup & Agrawal, (1996) menggunakan pertumbuhan penjualan untuk mengukur siklus hidup perusahaan. Berikut formula yang digunakan untuk mengukur pertumbuhan penjualan:

$$\text{Sales Growth} = \frac{\text{Net Sales for Current Period} - \text{Net Sales for the Last Period}}{\text{Net Sales for the Last Period}}$$

Penelitian ini menggunakan lima tahap siklus hidup perusahaan yang merujuk pada pendapat (Gup & Agrawal, 1996). Lima tahap siklus hidup perusahaan tersebut yaitu, pertama tahap pendirian (*pioneering*) dengan rata-rata pertumbuhan penjualan selama 5 tahun adalah lebih besar dari 50%, tahap yang kedua adalah ekspansi awal (*early expansion*) dengan rata-rata pertumbuhan penjualan selama 5 tahun berkisar antara 20% - 49,9%, tahap yang ketiga adalah ekspansi akhir (*late expansion*) dengan rata-rata pertumbuhan penjualan selama 5 tahun berkisar antara 10%-19,9%, kemudian tahap ke empat yaitu kedewasaan (*stabilization*), dengan rata-rata pertumbuhan penjualan selama 5 tahun berkisar 0%-9,9%, dan tahap terakhir adalah tahap penurunan (*decline*) dengan rata-rata pertumbuhan penjualan selama 5 tahun adalah kurang dari 0%.

Peneliti menggunakan pendapat dari Gup & Agrawal, (1996) untuk mengukur siklus hidup perusahaan dengan menggunakan pertumbuhan penjualan. Hal ini karena laba yang diterima oleh perusahaan berasal dari penjualan dan investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Pertumbuhan penjualan perusahaan yang semakin tinggi, akan membuat kebutuhan dana untuk investasi dan operasional perusahaan pun semakin tinggi, hal ini merupakan cerminan dari tahapan siklus hidup perusahaan. Akan tetapi jika salah satu tahapan siklus hidup perusahaan tidak ada didalam perhitungan menggunakan *sales growth* sesuai dengan pendapat dari Gup & Agrawal, (1996), penelitian ini akan mempertimbangkan pendapat dari Dickinson, (2011) yang menggunakan *free cash flow* dan pendapat dari DeAngelo *et al.*, (2006) yang menggunakan *earned contributed capital mix*.

3.5.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah, profitabilitas, *Size*, dan *Earning Growth*. Pada penelitian Li *et al.*, (2020) menyebutkan bahwa ukuran perusahaan merupakan faktor potensial yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen.

1. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu pada tingkat penjualan, asset, dan modal saham tertentu. Pada penelitian ini, peneliti akan menggunakan *Return On Assets* (ROA) sebagai ukuran profitabilitas perusahaan, hal ini karena rasio *Return On Assets* (ROA) memfokuskan kemampuan perusahaan untuk memperoleh *earning* dalam keseluruhan operasi perusahaan, sedangkan *Return On Equity* (ROE) hanya mengukur *return* yang diperoleh dari investasi pemilik perusahaan dalam bisnis tersebut. Selain itu, *Return On Assets* (ROA) berkaitan dengan efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba. Rasio *Return On Assets* (ROA) dapat menggambarkan efektivitas dan efisiensi pengelolaan investasi suatu perusahaan dalam periode tertentu. Semakin tinggi rasio *Return On Assets* (ROA) yang diperoleh perusahaan akan menyebabkan pengelolaan asset yang lebih efektif dan efisien dalam memperoleh laba yang dimiliki suatu perusahaan (Mistry, 2011). Rumus ROA dalam penelitian ini yaitu:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

2. Ukuran Perusahaan (*SIZE*)

Gizelle *et al.*, (2013); Li *et al.*, (2020) mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan pada penelitian ini diproksikan berdasarkan jumlah tenaga kerja yang terdapat dalam laporan tahunan perusahaan. Untuk mendapatkan hasil jumlah tenaga kerja yang lebih baik dan valid, dilakukan transformasi data mentah menjadi data yang berbentuk *logaritma* (\ln .jumlah tenaga kerja) (Becker-Blease *et al.*, 2010; Geuna *et al.*, 2003; Yasuda, 2005).

$$\text{Size} = \ln(\text{jumlah tenaga kerja})$$

Penelitian ini menggunakan jumlah karyawan sebagai ukuran perusahaan. Hal ini karena perusahaan besar memiliki lebih banyak sumber daya yang dapat membantu mereka membangun perusahaan, sedangkan, semakin kecil perusahaan, semakin sedikit sumber daya yang tersedia untuk mengembangkan perusahaan (Geuna *et al.*, 2003). Selain itu, karyawan merupakan *human capital* yang penting bagi perusahaan (Yasuda, 2005). Becker-Blease *et al.*, (2010) juga

mengungkapkan alasan penggunaan jumlah karyawan sebagai ukuran perusahaan, adalah karena perusahaan dikendalikan oleh sumber daya manusia yang ada di dalam perusahaan tersebut. Perusahaan yang besar membutuhkan karyawan yang banyak dan terampil. Teori teknologi perusahaan menggunakan aset atau penjualan sebagai ukuran perusahaan, hal ini karena aset atau penjualan tersebut digunakan sebagai input untuk meningkatkan pendapatan. Namun, aset atau penjualan bukanlah ukuran perusahaan yang baik untuk *theory of the firm*. Hal ini karena, *theory of the firm* fokus utamanya adalah pada transaksi, biaya keagenan dan biaya yang terkait dengan pengendalian organisasi melalui hierarki daripada dengan nilai dan jumlah aset fisik. Oleh karena itu, jumlah karyawan adalah ukuran perusahaan yang lebih baik daripada aset atau penjualan (Becker-Blease, 2010).

3. Earning growth (EG)

Earning growth menurut Gordon, (1959) dan Zhou & Ruland, (2006) pertumbuhan laba merupakan tingkat perubahan total laba dari tahun ke tahun. Pertumbuhan laba menunjukkan kinerja manajerial yang lebih baik bagi perusahaan dan bagi investor. Hal ini karena pertumbuhan laba menunjukkan pengembalian masa depan yang lebih baik dalam bentuk pembayaran dividen. Rumus untuk menghitung *Earning Growth* adalah sebagai berikut:

$$EG = \frac{\text{Laba Bersih tahun } t - \text{laba bersih tahun } t - 1}{\text{Laba bersih tahun } t - 1}$$

3.6 Metode Analisis Data

3.6.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, sum, range, kurtosis dan skewness.

3.6.2 Model Pengujian hipotesis

Untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen digunakan metode analisis kuantitatif dengan menggunakan data panel. Model

yang digunakan untuk menguji pengaruh siklus hidup perusahaan yaitu tahap *pioneering*, *early expansion*, *late expansion*, *stabilization*, dan *decline* dengan variabel kontrol profitabilitas, ukuran perusahaan, dan *earning growth* terhadap kebijakan dividen adalah:

1. Model 1

$$Div_{it} = \alpha + \beta_1 DummyPioneering_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 EG_{it} + \varepsilon_i$$

2. Model 2

$$Div_{it} = \alpha + \beta_1 Dummy Early Expansion_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 EG_{it} + \varepsilon_i$$

3. Model 3

$$Div_{it} = \alpha + \beta_1 Dummy Late Expansion_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 EG_{it} + \varepsilon_i$$

4. Model 4

$$Div_{it} = \alpha + \beta_1 Dummy Stabilization_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 EG_{it} + \varepsilon_i$$

5. Model 5

$$Div_{it} = \alpha + \beta_1 Dummy Decline_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 EG_{it} + \varepsilon_i$$

Keterangan:

DIV	= Dividend Payout Ratio (DPR)
ROA	= Return On Assets
SIZE	= Firm Size
EG	= Earning Growth
β	= Koefisien regresi
ε	= error term
it	= data panel

3.7 Metode Pengolahan Data

Penelitian ini menggunakan model regresi data panel yang dibentuk berdasarkan prediksi teoritis (menguji signifikansi), pengalaman empiris melalui rujukan pada riset-riset terdahulu, dan menggunakan model stokastik. Data panel adalah gabungan antara data runtut waktu (*time series*) dan data silang (*cross section*). Penggunaan data panel dalam penelitian ekonomi memiliki beberapa keuntungan utama dibandingkan data jenis *cross section* maupun *time series*. Data panel dapat memberikan peneliti jumlah pengamatan yang besar, meningkatkan *degree of*

freedom (derajat kebebasan), data memiliki variabilitas yang besar dan mengurangi kolinieritas antara variabel penjelas, dimana dapat menghasilkan estimasi ekonometri yang efisien. Data panel dapat memberikan informasi lebih banyak yang tidak dapat diberikan hanya oleh data *cross section* maupun *time series* saja. Selain itu, data panel dapat memberikan penyelesaian yang lebih baik dalam inferensi perubahan dinamis dibandingkan data *cross section*. Untuk menganalisa regresi data panel harus melalui tahapan penentuan model estimasi yang tepat (Gujarati & Dawn, 2015) yaitu:

a. Metode estimasi dilakukan melalui tiga pendekatan, yaitu:

1. Koefisien tetap antar waktu dan individu (*common effect*).

Model ini tidak memperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu. *Common Effect Model* merupakan pendekatan model data panel yang sangat sederhana karena hanya mengkombinasikan data *cross section* dan *time series*. Model ini dapat menggunakan pendekatan teknik kuadrat terkecil atau *Ordinary Least Square (OLS)* untuk mengestimasi model data panel.

2. *Slope* konstan tetapi intersep berbeda antar individu (*fixed effect*).

Model ini mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepnya. Pada model *Fixed Effect*, digunakan teknik variabel dummy untuk menangkap perbedaan intersep antar perusahaan dalam mengestimasi data panel atau teknik ini biasa disebut juga dengan teknik *Least Square Dummy Variable (LSDV)*. Namun demikian, sloponya sama antar perusahaan. Model ini mengasumsikan jika perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepnya.

3. *Random effect*.

Model ini akan mengestimasi data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Pada model *Random Effect* ini mengestimasi data panel yang mungkin saja variabel gangguan saling berhubungan antar individu dan antar waktu. Pada model *Random Effect*, perbedaan intersep diakomodasi oleh *error terms* masing-

masing perusahaan. Keuntungan menggunakan model *Random Effect* yaitu menghilangkan heteroskedastisitas. Model ini juga disebut dengan *Error Component Model* (ECM) atau teknik *Generalized Least Square* (GLS).

b. Penentuan metode estimasi regresi data panel

Untuk memilih model yang paling tepat terdapat beberapa pengujian yang harus dilakukan (Gujarati & Dawn, 2015), antara lain:

1. Uji *Chow* (Uji *Likelihood*)

Uji *Chow* merupakan uji untuk menentukan model terbaik antara *Fixed Effect Model* dan *Common Effect Model/Pool Effect Model*. Uji ini menggunakan nilai signifikan sebesar 5% ($\alpha=0,05$) dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : *Common Effect Model* atau *Pooled OLS*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Jika nilai probabilitas F lebih kecil dari $\alpha=0,05$ maka H_0 ditolak dan model yang terpilih adalah *fixed effect model*. Namun Jika nilai probabilitas F lebih besar dari $\alpha=0,05$ maka H_1 diterima dan model yang terpilih adalah *common effect model*.

2. Uji *Hausman*

Uji *Hausman* yakni pengujian untuk menentukan model *fixed effect* atau *random effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel. Uji ini menggunakan nilai signifikansi sebesar 5% ($\alpha=0,05$) dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : *Random Effect Model*

H_1 : *Fixed Effect Model*

Jika nilai *probability Chi-Square* lebih kecil dari $\alpha=0,05$ maka H_0 ditolak dan model yang terpilih adalah *fixed effect model*. Namun Jika nilai *probability Chi-Square* lebih besar dari $\alpha=0,05$ maka H_1 diterima dan model yang terpilih adalah *random effect model*.

3. Uji *Lagrange Multiplier*

Uji *Lagrange Multiplier* yakni pengujian untuk menentukan model *random effect* atau *common effect* yang paling tepat digunakan dalam

mengestimasi data panel. Uji ini menggunakan nilai signifikansi sebesar 5% ($\alpha=0,05$) dengan hipotesis sebagai berikut:

H_0 : *Common Effect Model*

H_1 : *Random Effect Model*

Jika nilai probabilitas *Breusch-Pagan* lebih kecil dari $\alpha=0,05$ maka H_0 ditolak dan model yang terpilih adalah *random effect model*. Namun Jika nilai probabilitas *Breusch-Pagan* lebih besar dari $\alpha=0,05$ maka H_1 diterima dan model yang terpilih adalah *common effect model*.

3.8 Uji Asumsi Klasik

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menentukan model estimasi data panel terlebih dahulu kemudian dilakukan pengujian asumsi klasik. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam regresi linier dengan pendekatan *Ordinary Least Square* (OLS) meliputi normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi. Walaupun demikian, tidak semua uji asumsi klasik harus dilakukan pada setiap model regresi linier dengan pendekatan OLS (Gujarati & Dawn, 2015). Pada penelitian ini, uji asumsi klasik yang dilakukan adalah sebagai berikut:

1. Uji Multikolinearitas

Salah satu asumsi regresi linier klasik adalah tidak adanya multikolinieritas sempurna (*no perfect multicollinearity*) tidak adanya hubungan linier antara variabel penjelas dalam suatu model regresi. Suatu model regresi dikatakan terkena multikolinieritas bisa terjadi hubungan linier yang sempurna (*perfect*) atau pasti (*exact*) di antara beberapa atau semua variabel bebas dari suatu model regresi. Akibatnya akan kesulitan untuk dapat melihat pengaruh variabel penjelas terhadap variabel yang dijelaskan. Jika antara variabel memiliki korelasi yang tinggi maka hubungan antara variabel dependen dan variabel independen akan terganggu. jika nilai pengujian multikolinearitas di bawah 10 maka data terbebas dari masalah multikolinieritas, namun jika nilai lebih besar dari 10 maka data terindikasi masalah multikolinieritas.

2. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah di dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variansi dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Salah satu persyaratan model regresi yang baik adalah adanya kesamaan dalam variansi dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Heteroskedastisitas tidak merusak sifat kebiasaan dan konsistensi dari penaksir OLS, tetapi penaksir tersebut tidak lagi efisien yang membuat prosedur pengujian hipotesis yang biasa nilainya diragukan. Oleh karena itu jika suatu model terkena heteroskedastisitas diperlukan suatu Tindakan perbaikan pada model regresi untuk menghilangkan masalah heteroskedastisitas pada model regresi tersebut. Kriteria yang digunakan dalam analisis heteroskedastisitas adalah apabila nilai probabilitas $> 0,05$ (5%) maka tidak terjadi heteroskedastisitas, namun apabila nilai probabilitas $< 0,05$ (5%) maka terjadi heteroskedastisitas.

3.9 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 dan 1. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

3.10 Uji Statistik F (Keandalan Model)

Uji keterandalan model atau uji kelayakan model disebut sebagai uji F (ada juga yang menyebutnya sebagai uji simultan model) merupakan tahapan awal mengidentifikasi model regresi yang diestimasi layak atau tidak. Definisi layak yang dimaksud adalah model yang diestimasi layak digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Keputusan yang dapat diambil dari uji ini adalah dengan kriteria sebagai berikut:

- (1). Apabila nilai *prob. F_{hitung}* lebih kecil dari tingkat kesalahan (α) 0,05 (yang telah ditentukan) berarti model regresi yang diestimasi layak.
- (2). Apabila nilai *prob. F_{hitung}* lebih besar dari tingkat kesalahan 0,05 maka dapat dikatakan bahwa model regresi yang diestimasi tidak layak (Gujarati & Dawn, 2015).

3.11 Uji Statistik t

Uji t difokuskan pada parameter slope (*koefisien regresi*). Uji t yang dimaksud adalah uji koefisien regresi. Keputusan yang dapat diambil dari uji t ini adalah sebagai berikut:

- (1) Apabila nilai *prob. t_{hitung}* lebih besar dari tingkat kesalahan (α) 0,10 maka dapat dikatakan bahwa variabel bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel terikatnya.
- (2) Apabila nilai *prob. t_{hitung}* kurang dari tingkat kesalahan (α) 0,10 maka dapat dikatakan bahwa variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap variabel terikatnya.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini menguji pengaruh tahapan *life cycle* perusahaan terhadap kebijakan dividen. Hasil pengujian hipotesis yang diajukan, hanya dua hipotesis yang dapat diterima. Berikut kesimpulan yang dapat diperoleh dari penelitian ini:

1. Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa tahap *early expansion* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, dan tahap *stabilization* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan tahap *pioneering*, tahap *late expansion*, tahap *decline* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan di Indonesia menganut *life cycle theory* untuk menentukan kebijakan dividen. Hal ini terbukti pada hipotesis 2, dan hipotesis 4, yaitu tahapan *early expansion*, dan tahapan *stabilization* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mendukung *dividend life cycle theory*. Selain itu, perusahaan di Indonesia juga menganut teori *dividend signaling model*, yaitu perusahaan memberikan informasi kepada investor mengenai prospek perusahaan yang bagus pada masa yang akan datang melalui kebijakan dividen. Hal ini terlihat dari hasil penelitian yang menunjukkan bahwa tahap *pioneering*, tahap *late expansion*, tahap *decline* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Pembayaran dividen dapat menjadi penyampai informasi yang terpercaya dan sulit ditiru oleh perusahaan yang kinerjanya lemah. Setiap kebijakan dividen dapat menjadi bahan penilaian oleh investor, yaitu pihak yang tidak memiliki informasi lengkap mengenai perusahaan khususnya tentang kinerja perusahaan.
2. Tahap *pioneering* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak mengkonfirmasi teori siklus hidup perusahaan. Perusahaan yang berada pada tahap *pioneering* tetap membagikan dividen untuk memperoleh apresiasi yang baik dari investor, sehingga perusahaan akan meningkatkan kinerjanya untuk memberikan

kepercayaan bahwa kondisi keuangan perusahaan berada dalam posisi yang baik. Hal ini sesuai dengan *signaling theory*, bahwa setiap kebijakan dividen dapat menjadi bahan penilaian oleh investor (pihak yang tidak memiliki informasi lengkap mengenai perusahaan) tentang kinerja perusahaan.

3. Tahap *early expansion* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Pada tahap *early expansion*, perusahaan mengeluarkan investasi yang sangat besar untuk mengembangkan perusahaan, mempertahankan pangsa pasar, dan penguasaan teknologi. Perusahaan pada tahap *early expansion* akan menghemat uangnya dan membayar dividen yang rendah.
4. Tahap *late expansion* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan dalam membayar dividen tidak dipengaruhi oleh siklus hidup perusahaan, khususnya pada tahap *late expansion*.
5. Tahap *stabilization* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa siklus hidup perusahaan merupakan faktor penting dalam menentukan kebijakan dividen, sehingga perusahaan menggunakan tahapan *stabilization* dalam menentukan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham.
6. Tahap *decline* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan pada tahap *decline* sudah tidak memiliki peluang investasi dan berada di tahap penurunan, sehingga perusahaan berpotensi untuk membagikan *cash flow* yang ada kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen karena *cash flow* tersebut sudah tidak dapat digunakan untuk mendanai aktivitas investasi.
7. Tidak semua siklus hidup mempengaruhi kebijakan dividen. Pembayaran dividen tetap harus dilakukan sebagai suatu kewajiban perusahaan dan merupakan hak pemegang saham atas investasinya. Pembayaran dividen digunakan perusahaan sebagai penyampai informasi. Ketika perusahaan membayar dividen, investor dapat menginterpretasikan bahwa saat ini manajer yakin bahwa profitabilitas perusahaan tidak hanya cukup untuk membiayai kesempatan investasi tetapi juga dapat membayarkan dividen.

1.2 Keterbatasan Penelitian

Berdasarkan pada pengalaman langsung peneliti dalam proses penelitian ini, ada beberapa keterbatasan yang dialami dan dapat menjadi beberapa faktor yang agar dapat untuk lebih diperhatikan bagi peneliti-peneliti yang akan datang untuk lebih menyempurnakan penelitiannya karna penelitian ini sendiri tentu memiliki kekurangan yang perlu terus diperbaiki dalam penelitian-penelitian kedepannya. Beberapa keterbatasan dalam penelitian tersebut, antara lain:

1. Objek penelitian hanya di fokuskan pada perusahaan publik non keuangan, sedangkan di Bursa Efek Indonesia, terdapat perusahaan keuangan. Penulis menetapkan obyek penelitian berupa perusahaan-perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan tergabung di dalam industri non keuangan dikarenakan perusahaan-perusahaan ini diatur tata Kelola perusahaannya oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan oleh Undang-Undang yang telah ditetapkan oleh pemerintah, sedangkan perusahaan-perusahan yang berada di industri keuangan, selain diatur pengelolaannya oleh OJK dan Undang-undang, juga diatur oleh Lembaga independent yaitu Bank Indonesia untuk prinsip-prinsip tata Kelola perusahaan perbankan secara khusus. Hal ini menyebabkan karakteristik perusahaan keuangan berbeda dengan perusahaan non keuangan, sehingga jika digabung akan menimbulkan bias pada hasil riset.
2. Faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dalam penelitian ini hanya fokus pada *life cycle*, yaitu tahap *pioneering*, *early expansion*, *late expansin*, *stabilization*, dan *decline*, sedangkan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan seperti keputusan investasi, struktur modal, dan struktur kepemilikan perusahaan.
3. Penelitian ini hanya menggunakan data sekunder, sehingga informasi hanya terbatas pada laporan keuangan. Selain data sekunder, penelitian dapat dilakukan dengan menggunakan data primer, yaitu dengan melakukan wawancara kepada pengambil kebijakan dividen perusahaan.

1.3 Saran

Setelah melakukan analisis dan pembahasan terhadap masalah kebijakan dividen, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

1. Kebijakan dividen perlu menjadi perhatian semua pihak, khususnya pihak yang berkepentingan terhadap kebijakan dividen. Permasalahan kebijakan dividen mempunyai dampak signifikan dengan kekayaan pemegang saham dan peluang investasi yang dimiliki perusahaan. Hal ini berarti bahwa, penentuan kebijakan dividen oleh perusahaan agar dapat memperhatikan keinginan investor sebagai pemegang saham dan peluang investasi yang dimiliki oleh perusahaan.
2. Saran bagi peneliti selanjutnya adalah dapat melakukan penelitian mengenai kebijakan dividen dan menghubungkannya dengan *dividend life cycle theory*, akan tetapi penelitian berikutnya dapat menggunakan proksi siklus hidup yang berbeda yaitu dengan menggunakan laba ditahan terhadap total ekuitas (RE/TE), usia perusahaan, dan arus kas perusahaan, serta dapat merepresentasikan posisi perusahaan berdasarkan siklus hidupnya.
3. Penelitian selanjutnya juga dapat membandingkan kebijakan dividen antara negara maju dan berkembang berdasarkan *dividend life cycle theory*.
4. Penelitian ini telah menggunakan beberapa variabel kontrol, yaitu profitabilitas, pertumbuhan laba (*earning growth*), dan ukuran perusahaan. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel lain yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan yaitu variabel struktur modal keputusan investasi, dan struktur kepemilikan perusahaan, sehingga dapat meningkatkan nilai koefisien determinasi.

1.4 Implikasi/Rekomendasi

Penelitian ini memberikan hasil bahwa kebijakan dividen perusahaan di Indonesia tidak sepenuhnya mengikuti *dividend life cycle theory*. Perusahaan pada tahap *late expansion* dan *stabilization* tidak menggunakan *dividend life cycle theory* sebagai pedoman dalam kebijakan dividen. Hal ini dapat menjadi pertimbangan investor dalam melakukan investasi pada saham perusahaan di Indonesia. Setiap perusahaan akan mengalami *life cycle* atau siklus hidup, dimana kebijakan dan strategi yang digunakan dapat disesuaikan dengan tahapan siklus hidup perusahaan tersebut berada. Hal ini karena kebijakan dividen yang optimal dari suatu perusahaan tergantung pada stadium perusahaan tersebut berada. Sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan dan nilai perusahaan dapat meningkat.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdulkadir, R. I., Abdullah, N. A. H., & Woei-Chyuan, W. (2015). Dividend policy changes in the pre-, mid-, and post-financial crisis: evidence from the nigerian stock market. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 11(2), 103–126.
- Adaoglu, Cahit. (2000). Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an Emerging Market. *Emerging Markets Review* 1, 252-270.
- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation?. *Journal of business finance & accounting*, 37(5-6), 648-667.
- Agnes Cheng, C. S., Cheung, J. K., & Gopalakrishnan, V. (1993). On the usefulness of operating income, net income and comprehensive income in explaining security returns. *Accounting and Business Research*, 23(91), 195-203.
- Aguenou, S., Farooq, O., & Di, H. (2014). Dividend policy and ownership structure: evidence from the Casablanca Stock Exchange. *GSTF Journal on Business Review (GBR)*, 2(4).
- Aivazian, Varouj, Laurence Booth, and Sean Cleary. (2003). Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend
- Al-Ajmi, J., & Abo Hussain, H. (2011). Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia. *Journal of Risk Finance*, 12(1), 41–56. <https://doi.org/10.1108/15265941111100067>
- Amidu, M. & Abor, J. 2006. Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, Vol.7 No.2, pp.136-145.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices. A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2–3), 203–227. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90018-W](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90018-W)
- Atinc, G., Simmering, M. J., & Kroll, M. J. (2012). Control variable use and reporting in macro and micro management research. *Organizational Research Methods*, 15(1), 57–74.
- Baker, H. K., Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., & Azeez, A. A. (2019). Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation

approach. *Managerial Finance*, 45(1), 2–20. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2018-0096>

Baker, H. K., & Powell, G. E. (2012). Dividend policy in Indonesia: Survey evidence from executives. *Journal of Asia Business Studies*, 6(1), 79–92. <https://doi.org/10.1108/15587891211191399>

Baker, H. K., Saadi, S., Dutta, S., & Gandhi, D. (2007). The perception of dividends by Canadian managers: New survey evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 3(1), 70–91. <https://doi.org/10.1108/17439130710721662>

Baker, H. K., & Smith, D. M. (2006). In search of a residual dividend policy. *Review of Financial Economics*, 15(1), 1–18.

Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate Payout Policy Revisited Introduction. *Managerial Finance*, Vol. 41(Iss 2 pp.). <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/MF-03-2014-0077> Downloaded

Baker, M., Taliaferro, R., & Wurgler, J. (2006). Predicting returns with managerial decision variables: Is there a small-sample bias? *Journal of Finance*, 61(4), 1711–1730. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00887.x>

Baker, M., & Wurgler, J. (2004a). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59(3), 1125–1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>

Baker, M., & Wurgler, J. (2004b). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 271–288. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.001>

Banerjee, S., Dasgupta, S., & Kim, Y. (2008). Buyer-supplier relationships and the stakeholder theory of capital structure. *Journal of Finance*, 63(5), 2507–2552. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01403.x>

Banyi, M. L., & Kahle, K. M. (2014). Declining propensity to pay? A re-examination of the lifecycle theory. *Journal of Corporate Finance*, 27, 345–366. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.06.001>

Becker-Blease, J. R., Kaen, F. R., Etebari, A., & Baumann, H. (2010). Employees, firm size and profitability of US manufacturing industries. *Investment Management and Financial Innovations*.

Ben-David, I. (2010). Dividend Policy Decisions. *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, (1986), 435–451.

- Bhattacharya, D., Chang, C. W., & Li, W. H. (2019). Stages of firm life cycle, transition, and dividend policy. *Finance Research Letters*, (June), 1–12. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.06.024>
- Bogdan Stacescu. (2006). Dividend policy in Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20, 153–183. <https://doi.org/10.1007/s11408-006-0013-7>
- Brainard, W. C., & Tobin, J. (1968). Econometric Models: Their Problems And Usefulness Pitfalls In Financial Model Building. *American Economic Review*, 58(2).
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Brockman, P., & Unlu, E. (2011). Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking and Finance*, 35(7), 1610–1625. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.11.014>
- Brush, T. H., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. *Strategic Management Journal*, 21(4), 455–472.
- Budiarso, N. S., Subroto, B., Sutrisno, T., & Pontoh, W. (2019). Dividend catering, life-cycle, and policy: Evidence from Indonesia. *Cogent Economics and Finance*, 7(1), 1–15. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1594505>
- Bulan, L. T., & Subramanian, N. (2009). The firm life cycle theory of dividends. *Dividends and Dividend Policy*, 201–213.
- Byrne, J., & O'Connor, T. (2012). Creditor rights and the outcome model of dividends. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 52(2), 227–242. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2012.04.002>
- C. Arko, A., Abor, J., K.D. Adjasi, C., & Amidu, M. (2014). What influence dividend decisions of firms in Sub-Saharan African? *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 4(1), 57–78. <https://doi.org/10.1108/jaee-12-2011-0053>
- Carlson, K. D., & Wu, J. (2012). The illusion of statistical control: Control variable practice in management research. *Organizational Research Methods*, 15(3), 413–435.
- Cen, W., Tong, N., & Sun, Y. (2017). Tax avoidance and cost of debt: evidence from a natural experiment in China. *Accounting and Finance*, 57(5), 1517–1556. <https://doi.org/10.1111/acfi.12328>

- Chahyadi, C. S., & Salas, J. M. (2012). Not paying dividends? A decomposition of the decline in dividend payers. *Journal of Economics and Finance*, 36(2), 443–462. <https://doi.org/10.1007/s12197-010-9132-0>
- Charitou, A., Lambertides, N., & Theodoulou, G. (2011). Losses, dividend reductions, and market reaction associated with past earnings and dividends patterns. In *Journal of Accounting, Auditing and Finance* (Vol. 26). <https://doi.org/10.1177/0148558X11401220>
- Chay, J. B., & Suh, J. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 88–107. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.12.001>
- Chung, K. H., & Charoenwong, C. (1991). Investment options, assets in place, and the risk of stocks. *Financial Management*, 21–33.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 70–74.
- Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2–3), 143–181.
- Coulton, J. J., & Ruddock, C. (2011). Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory. *Accounting and Finance*, 51(2), 381–407. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00356.x>
- Damodaran, A. (1999). Returning cash to the owners: Dividend policy. *Stern School of Business, New York University*. <Http://Equity.Stern.Nyu.Edu/~Adamodar>.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Payout policy pedagogy: What matters and why. *European Financial Management*, 13(1), 11–27. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2006.00283.x>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2008). Corporate payout policy. *Foundations and Trends in Finance*, 3(2–3), 95–287. <https://doi.org/10.1561/05000000020>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008a). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>

- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008b). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82.
- Dewasiri, N. J., & Weerakoon Banda, Y. K. (2016). Why do companies pay dividends?: A comment. *Corporate Ownership and Control*, 13(2CONT2), 443–453. <https://doi.org/10.22495/cocv13i2c2p5>
- Dewasiri, N. Jayantha, Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413–429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *Accounting Review*, 86(6), 1969–1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- Eije, H. Von, & Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 88(1), 347–374. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.11.002>
- El-Ansary, O., & Gomaa, T. (2012). The life cycle theory of dividends: Evidence from Egypt. *International Research Journal of Finance and Economics*, 97, 72–80.
- Eugene F. Fama, K. R. F. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3–43. <https://doi.org/10.4172/1948-593X.1000037>
- Faff, R., Kwok, W. C., Podolski, E. J., & Wong, G. (2016). Do corporate policies follow a life-cycle? *Journal of Banking and Finance*, 69(April), 95–107. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.009>
- Fairchild, R., Guney, Y., & Thanatawee, Y. (2014). Corporate dividend policy in thailand: Theory and evidence. *International Review of Financial Analysis*, 31(January), 129–151. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.10.006>
- Fan, J. P., Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (1999). Expropriation of minority shareholders: Evidence from East Asia. Available at SSRN 620647.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies* 15, 1-33.
- Fargher, N. L., & Weigand, R. A. (2014). *Why Firms Begin Paying Dividends:*

Value, Growth and Life Cycle Effects.

- Farrukh, K., Irshad, S., Shams Khakwani, M., Ishaque, S., & Ansari, N. (2017). Impact of dividend policy on shareholders wealth and firm performance in Pakistan. *Cogent Business and Management*, 4(1), 1–11. <https://doi.org/10.1080/23311975.2017.1408208>
- Fatemi, A., & Bildik, R. (2012). Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. *Journal of Banking and Finance*, 36(3), 662–677. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.008>
- Fee, C. E., & Thomas, S. (2004). Sources of gains in horizontal mergers: Evidence from customer, supplier, and rival firms. *Journal of Financial Economics*, 74(3), 423–460. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.002>
- Ferris, S. P., Sen, N., & Yui, H. P. (2006). Are fewer firms paying more dividends?. The international evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 16(4), 333–362. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2005.08.002>
- Fischer Black. (1996). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*.
- Frank H. Easterbrook. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248.
- Frankfurter, G. M., & Wood, B. G. (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11(2), 111–138. [https://doi.org/10.1016/S1057-5219\(02\)00071-6](https://doi.org/10.1016/S1057-5219(02)00071-6)
- Garengo, P., Nudurupati, S., & Bititci, U. (2007). Understanding the relationship between PMS and MIS in SMEs: An organizational life cycle perspective. *Computers in Industry*, 58(7), 677–686. <https://doi.org/10.1016/j.compind.2007.05.006>
- Geuna, A., Fontana, R., & Matt, M. (2003). *Firm size and openness: The driving forces of university-industry collaboration*.
- Gizelle F. Perretti Marcus T. Allen H. Shelton Weeks. (2013). Determinants of dividend policies for ADR firms. *Managerial Finance*, 39(12), 1155–1168.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends , Earnings , And Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105.
- Gruber, E. J. E. and M. J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68–74.

- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 75(3), 387–424. <https://doi.org/10.1086/339889>
- Gujarati, D., & Dawn, C. (n.d.). Porter.(2015). *Basic Econometrics (4th Ed.)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Gup, & Agrawal. (1996). The Product Life Cycle: A Paradigm for Understanding Financial Management. *Financial Practice and Education*, 6(2), 41–48.
- Han, Ki C., Suk Hun Lee, and David Y. Suk. (1999) Institutional Shareholders and Dividends. *Journal of financial and Strategic Decisions* 12, 53-62.
- Hanlon, M., & Hoopes, J. L. (2014). What do firms do when dividend tax rates change? An examination of alternative payout responses. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 105–124. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.06.004>
- He, W., Ng, L., Zaiats, N., & Zhang, B. (2017). Dividend policy and earnings management across countries. *Journal of Corporate Finance*, 42, 267–286. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.014>
- Higgins, R.C. (1972). The corporate dividend-saving decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 7 No. 2, pp. 1527-41.
- Huang, C., Wang, Y., Li, X., Ren, L., Zhao, J., Hu, Y., ... Cao, B. (2020). Clinical features of patients infected with 2019 novel coronavirus in Wuhan, China. *The Lancet*, 395(10223), 497–506. [https://doi.org/10.1016/S0140-6736\(20\)30183-5](https://doi.org/10.1016/S0140-6736(20)30183-5)
- Irvine, P. J., Park, S. S., & Yildizhan, C. (2016). Customer-base concentration, profitability, and the relationship life cycle. *Accounting Review*, 91(3), 883–906. <https://doi.org/10.2308/accr-51246>
- Itzkowitz, J. (2013). Customers and cash: How relationships affect suppliers' cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 19(1), 159–180. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.10.005>
- Jensen, G.R., Solberg, D.P. and Zorn, T.S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, pp. 247-63.
- Jordan, B. D., Liu, M. H., & Wu, Q. (2014). Corporate payout policy in dual-class firms. *Journal of Corporate Finance*, 26, 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.02.004>
- Kalay, A., & Loewenstein, U. (1986). The informational content of the timing of dividend announcements. *Journal of Financial Economics*, 16(3), 373–388.

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90035-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90035-8)

- Kaur, J. (2019). Firm's Life Cycle Spurs the Dividend Payments: A Fallacy or an Actuality? *Paradigm*, 23(1), 36–52. <https://doi.org/10.1177/0971890719835630>
- Kent Baker, H., & Kilincarslan, E. (2019). Why companies do not pay cash dividends: The Turkish experience. *Global Finance Journal*, 42, #pagerange#. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.02.005>
- Kim, S., & Seo, J. Y. (2014). A study on dividend determinants for Korea's information technology firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 10(2), 1–12.
- Konieczka, P., & Szyszka, A. (2014). Do Investor Preferences Drive Corporate Dividend Policy? *International Journal of Management and Economics*, 39(1), 70–81. <https://doi.org/10.2478/ijme-2014-0022>
- Lang, L. H. P., Stulz, R., & Walkling, R. A. (1989). Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics*, 24(1), 137–154.
- Lewellen, W., Loderer, C., & Martin, K. (1987). Executive compensation and executive incentive problems: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 9(3), 287–310.
- Li, K., & Zhao, X. (2008). Asymmetric information and dividend policy. *Financial Management*, 37(4), 673–694. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00030.x>
- Li, Wanli, Zhou, J., Yan, Z., & Zhang, H. (2020). Controlling shareholder share pledging and firm cash dividends. *Emerging Markets Review*, 42(November 2019), 100671. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.100671>
- Li, Wei, & Lie, E. (2006). Dividend changes and catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 80 (2), 293–308. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.005>
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, 1–32.
- Lintner J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Manos, R., Murinde, V., & Green, C. J. (2012). Dividend policy and business groups : Evidence from Indian firms. *International Review of Economics and Finance*, 21(1), 42–56. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2011.05.002>

- Maria Elisabete Duante Neves. (2017). Payout and Firm's Catering. *International Journal of Economics and Business Administration*, *V*(4), 104–132.
- Martins, T. C., & Novaes, W. (2012). Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? *Journal of Corporate Finance*, *18*(4), 953–967. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.002>
- Michael Barclay, C. S. (2005). Capital Structure, Payout Policy, and the IPO Process. *Journal of Applied Corporate Finance*, *17*, 7–18. <https://doi.org/10.1007/978-1-4614-9173-6>
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1980). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, *23*(4), 1161–1183. <https://doi.org/10.1287/mnsc.30.10.1161>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, *34*(4), 411–433.
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, *90*(6), 1118–1141. <https://doi.org/10.1086/261114>
- Mistry, D. S. (2011). Factors affecting dividend decision of Indian cement industry. *Management Insight*, *7*(1), 39–48.
- Mitton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging markets review*, *5*(4), 409-426.
- Mueller, D. C. (1967). The firm decision process: An econometric investigation. *The Quarterly Journal of Economics*, *81*(1), 58-87.
- Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, *20*(3), 199–219.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, *5*(2), 147–175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, *39*(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- N. Bhattacharyya. (2007). Dividend policy: a review. *Managerial Finance*, (Unit 07), 1–5.
- Neuman, L. W. (2007). *Social research methods*, 6/E. Pearson Education India.
- Nguyen, G. (2020). Relationship Life Cycle and Firm's Payout Policy. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3518224>

- Odeleye, A. T. (2018). Quality of Corporate Governance on Dividend Payouts: The Case of Nigeria. *African Development Review*, 30(1), 19–32.
- Okpara, G. C., & Chigozie, G. (2010). A diagnosis of the determinant of dividend pay-out policy in Nigeria: A factor analytical approach. *American Journal of Scientific Research*, 8(1), 57–67.
- Owen, S., & Yawson, A. (2010). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of Banking & Finance*, 34(2), 427–440.
- Ozuomba, C. N., Anichebe, A. S., & Okoye, P. V. C. (2016). The effect of dividend policies on wealth maximization—a study of some selected plcs. *Cogent Business and Management*, 3(1), 1–15. <https://doi.org/10.1080/23311975.2016.1226457>
- Pandey, I. M. (2001). Corporate Dividend Policy and Behaviour: The Malaysian Experience. *Working Paper No. 2001-11-01*. (Indian Institute of Management Ahmedabad).
- Pandey, I. M., & Bhat, R. (2007). Dividend behaviour of Indian companies under monetary policy restrictions. *Managerial Finance*, 33(1), 14–25. <https://doi.org/10.1108/03074350710715782>
- Pashley, M. M., & Philippatos, G. C. (1990). Voluntary divestitures and corporate life-cycle: Some empirical evidence. *Applied Economics*, 22(9), 1181–1196. <https://doi.org/10.1080/000368490000000038>
- Penman, S. H. (1996). The articulation of price-earnings ratios and market-to-book ratios and the evaluation of growth. *Journal of Accounting Research*, 34(2), 235–259.
- Pouraghajan, A., & Gholami, K. (2013). *Effects Of Lifecycle And Free Cash Flow On Dividend Policy In Industries (Case Study: Steel, Automotive And Pharmaceutic Industries)*.
- Rafael La Porta Florencio Lopez-de-Silanes Andrei Shleifer Robert W. Vishny. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 3, 368.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Rajesh Kumar, B., & Sujit, K. S. (2018). Determinants of dividends among Indian firms—An empirical study. *Cogent Economics and Finance*, 6(1), 1–18. <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1423895>
- Rock, K., & Miller, M. H. (1985). Dividend Policy under Asymmetric

- Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.
- Ross, J. (2004). Understanding the demographic dividend. *POLICY Project Note*.
- Schmitt, N., Klimoski, R. J., & Rowland, K. M. (1991). *Research methods in human resources management*. South-Western Pub.
- Senchack Jr, A. J., & Lee, W. Y. (1980). Comparative dynamics in a life cycle theory of the firm. *Journal of Business Research*, 8(2), 159-185.
- Shamki, D., & Alulis, I. K. (2016). Company's Characteristics and Accounting Information Relevance. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 4(3), 107–116. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2016.040302>
- Shank, J. K., Shank, J. H., Govindarajan, V., & Govindarajan, S. (1993). *Strategic cost management: the new tool for competitive advantage*. Simon and Schuster.
- Shin, Min-Shik et al. 2010. Earned Surplus and Dividend Policy: A Test of the Financial Life Cycle Theory in Korean Capital Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 59.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. *The Journal of Finance*, 2(1), 79–101. <https://doi.org/10.2307/2329555>
- Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8(2), 105–122.
- Skinner, D. J., & Soltes, E. (2011). What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies*, 16(1), 1–28. <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9113-8>
- Smith, D. M. (2009). Residual dividend policy. *Dividends and dividend policy*, 1, 115-126.
- Smith, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- Sudipto Bhattacharya. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy and The Bird in the Hand Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Sura, J.S; Karam. P; dan B.S. Bodla. (2012). Factors Influencing Dividend Policy Decision in Banking Sector : An Indian Evidence. *Amity Business Review*. 7 (2) : 64-76.
- Thanatawee, Y. (2011). Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis:

- Evidence from Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*, 2(2), 1–11. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v2n2p52>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz Jr, J. M. (2005). Fundamentals of. *Financial Management*.
- Wang, J. (2012). Do firms' relationships with principal customers/suppliers affect shareholders' income? *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 860–878. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.06.007>
- Wang, S. F., & Chiu, M. S. (2012). Trade-off between agency problem and growth opportunity on dividend payout policy under product market competition. *International Journal of Corporate Governance*, 3(2/3/4), 126. <https://doi.org/10.1504/ijcg.2012.051854>
- Wardhana, L. I., & Tandelilin, E. (2018). Do we need a mandatory dividend regulation? The case of the Indonesian capital market. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 20(1), 33–58. <https://doi.org/10.22146/gamaijb.25055>
- Wu, R. S., & Wu, Y. R. (2020). Payout policy decisions: the effect of compensation structures. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 27(1), 71–92. <https://doi.org/10.1080/16081625.2020.1686816>
- Yan, Z., & Street, S. (2006). A New Methodology of Measuring Corporate Life-cycle Stages. *Waltham: Brandeis University*.
- Yasuda, T. (2005). Firm Growth, Size, Age and Behavior in Japanese Manufacturing. *Small Business Economics*, 24(1), 1–15. <https://doi.org/10.1007/s11187-005-7568-y>
- Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0030>
- Zhou, P., & Ruland, W. (2006). Dividend payout and future earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 62(3), 58–69.