

KETERKAITAN TEORI SIKLUS HIDUP KEUANGAN DALAM KEBIJAKAN DIVIDEN: STUDI PADA SEKTOR EKONOMI YANG LISTING DI BEI

Meuthia Hapsari Imayanti
UIN Syarif Hidayatullah Jakarta

Abstract. *The linkage of Financial Life Cycle Theory to Dividend Policy: Study at Economic Sector that listing in BEI.* The purpose of this study is to analyze the linkage of financial life cycle theory to dividend policy. This study is using control variables consisting of Leverage, Return on Asset, Size and Asset Growth Rate. The data used in this study are the data in the sectors of primary and secondary market at Indonesia Capital Market (BEI). This study uses Binary Logistic Method. The factors that affect Dividend Policy in developed stock market seem to apply for this emerging market. Factor such as changes Size and ROA have positive effects on the probability of changes dividend. But, only Size has negative effects on the probability of omitting dividends. This research found that Financial Life Cycle difficult to seen in Indonesia, especially when the crisis is going on.

Keywords: *financial life cycle theory, dividend policy, binary logistic*

Abstrak. *Keterkaitan Teori Siklus Hidup Keuangan Dalam Kebijakan Dividen: Studi Pada Sektor Ekonomi Yang Listing di BEI.* Tujuan dari kajian ini adalah untuk melakukan analisis keterkaitan teori siklus hidup keuangan terhadap kebijakan dividen. Kajian ini menggunakan variabel kontrol yang terdiri dari leverage, tingkat pengembalian atas asset, ukuran, dan tingkat pertumbuhan aset. Data yang dipergunakan dalam kajian ini adalah data yang sektor primer dan sekunder yang listing di Bursa Efek Indonesia. Kajian ini menggunakan metode logistik biner. Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen di pasar saham yang telah maju tampaknya berlaku untuk pasar berkembang. Faktor seperti perubahan Ukuran dan ROA memiliki efek positif pada kemungkinan perubahan dividen. Tapi, hanya Size memiliki efek negatif pada kemungkinan menghilangkan dividen. Penelitian ini menemukan bahwa teori siklus hidup keuangan sulit untuk dilihat di Indonesia, terutama ketika krisis sedang terjadi.

Kata Kunci: *teori siklus hidup keuangan, kebijakan dividen, logistik biner*

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen berkembang sejak Miller dan Modigliani (1961) menerbitkan artikel mereka mengenai kebijakan dividen. Para peneliti mempelajari, mengapa perusahaan membayarkan porsi tertentu atas keuntungan yang dimiliki berupa dividen untuk pemegang saham. Miller dan Modigliani (1961) berpendapat bahwa dividen tersebut tidak relevan, karena kebijakan dividen tidak mengubah kekayaan pemegang saham, yang dikenal sebagai *dividend puzzle* (Black:1976) dalam Kapoor *et al* (2010).

Penelitian yang dilakukan oleh LaPorta *et al.*(2000) menunjukkan bahwa Indonesia termasuk dalam kategori negara dengan perlindungan yang rendah terhadap pemegang saham. Ketika hak investor seperti hak suara pemegang saham, hak reorganisasi dan likuidasi kreditor dapat ditegakkan dengan baik oleh regulator, maka investor akan bersedia untuk membiayai perusahaan. Negara yang memiliki perlindungan terhadap pemegang saham minoritas, rata-rata membayarkan dividen lebih tinggi. Hal ini terkait dengan *agency theory* yang diungkapkan oleh Jensen dan Meckling.

Laporta *et al* (2000) menyatakan bahwa dasar dari dividen adalah *agency theory* yang keluar dari argumen dimana dividen akan tetap naik sebagai hasil dari permintaan pemegang saham minoritas (*outsiders*) untuk mencegah penyalahgunaan yang dilakukan pemegang saham minoritas (*insiders* atau manajemen perusahaan). Dividen dapat berfungsi untuk mengurangi biaya keagenan, dengan membayar dividen dengan jumlah tertentu dari *free cash flow*, perusahaan dapat mengurangi kemampuan manajemen untuk menghambur-hamburkan sumber daya perusahaan (Ross *et al*, 2009).

Murhadi (2011) menyatakan bahwa pendekatan *earned/contribution capital mix* merupakan proksi logis untuk tahapan daur hidup perusahaan karena pada tahapan *growth*, memiliki peluang bisnis yang tinggi sehingga cenderung untuk mempertahankan labanya (*retained earning*). Hal ini diperkuat oleh Denis dan Osobov (2008) dalam Thanatawee (2011) pada penelitiannya menemukan bahwa rasio laba ditahan sebagai faktor signifikan yang mempengaruhi kebijakan dividen di enam pasar keuangan maju (AS, Kanada, Inggris, Jerman, Perancis dan Jepang). Namun sedikit yang mengetahui

tentang dampak *earned contributed capital* pada kebijakan dividen di negara berkembang. Oleh karena itulah Indonesia sebagai salah satu negara berkembang sangat menarik untuk diteliti.

Keadaan ekonomi di Indonesia menunjukkan bahwa pada tahun 2005-2010 sektor yang cenderung meningkat pangsaanya terhadap PDB adalah sektor primer. Pangsa sektor primer pada tahun 2010 adalah sebesar 26,49 %, meningkat jika dibandingkan tahun 2005 yang memiliki pangsa sebesar 24,27% saat itu. Pada tahun 2008-2010 sektor sekunder dan tersier terlihat memiliki pangsa yang relatif mirip terhadap PDB yaitu berkisar antara 35,89%-37,62%. Namun secara umum pangsa sektor primer masih tetap dibawah pangsa sektor sekunder dan tersier.

Data Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa penurunan tajam indeks sektor primer dan sekunder pada tahun 2008 akibat adanya krisis global telah memukul kedua sektor tersebut. Hal inilah yang menyebabkan adanya inflasi yang cukup tinggi pada tahun tersebut yang menyebabkan mengganggu pembagian dividen perusahaan tersebut.

Perusahaan biasanya mengadopsi kebijakan dividen yang mereka pilih sesuai dengan *life cycle* yang sedang perusahaan tersebut capai menurut Kapoor *et al* (2010). Senchak dan Lee (1980) dalam Murhadi (2011) merupakan peneliti pertama yang mengembangkan model hipotesis yang menghubungkan antara *life cycle* perusahaan dengan kebijakan pembayaran dividen dan strategi pembayaran. Mereka membagi *life cycle* perusahaan menjadi: *pertama*, pada saat mengalami pertumbuhan pesat atau *growth*. *Kedua* pada tahap pertumbuhan redah atau *mature*. *Ketiga*, tahap pertumbuhan negatif atau *decline*.

DeAngelo *et al.* (2006) dalam Murhadi (2011) menegaskan bahwa dividen cenderung dibayar oleh perusahaan-perusahaan di negara maju, dimana peluang untuk tumbuh telah rendah dan keuntungan yang didapat tinggi. Sementara itu perusahaan-perusahaan di negara berkembang dengan peluang investasi yang tinggi cenderung untuk mempertahankan pendapatan mereka untuk membiayai investasi daripada membayar dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Werner R. Murhadi (2008) dimana mencoba melakukan studi kebijakan dividen: anteseden dan dampaknya terhadap harga saham. Penelitian ini memiliki dua variabel dependen yaitu harga saham dan kebijakan dividen (*Dividend Yield*). Variabel independen dalam harga saham adalah *Dividen Yield*, *Investment Opportunity Set*, *Free Cash Flow*, tahapan daur hidup perusahaan, *Insider Ownership* dan *Debt ratio*. Sedangkan variabel independen dari variabel dependen kebijakan dividen (*Dividend Yield*) adalah *Insider Ownership*, tahapan daur hidup perusahaan, *Free Cash Flow* (digambarkan dengan *dummy*) dan ukuran perusahaan. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *signaling theory* masih relevan dalam mempengaruhi pergerakan saham. Penelitian ini juga menunjukkan dukungan pada teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dalam melihat pengaruh *free cash flow* terhadap harga saham dan terdapat pengaruh *life cycle theory* terhadap kebijakan dividen.

Min-Shik Shin, Joong-Sae Kwon dan Soo-Eun Kim (2010) dengan menggunakan variabel dependen adalah variabel *dummy* dari pembayaran dividen, perubahan, kenaikan maupun penurunan dividen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Retained Earning to Total Equity* dan *Retained Earning to Total Asset*, variabel kontrolnya adalah *Return On Asset*, *Sales Growth*, *Size* dan *Cash*. Hasil dari penelitian ini adalah *earned surplus* memiliki efek positif pada probabilitas pembayaran dividen, dan perubahan *earned surplus* yang diperoleh memiliki efek positif pada kemungkinan meningkatkan dividen, tapi memiliki efek negatif pada probabilitas penurunan dividen.

Yording Thanatawee (2011) menggunakan analisis regresi dengan variabel independennya adalah kebijakan dividen dengan proksinya adalah *Dividen Payout Ratio* (diukur dengan dividen atas laba bersih) dan *Dividen Yield* (diukur dengan dividen atas nilai pasar ekuitas). Sedangkan variabel independennya adalah *Retained Earning/To book value of Equity (RE/TE)*, *Free Cash Flow (FCF)*, *Return on Asset*, *Firm Size*, *Asset Growth Rate*, *market to Book Ratio* dan *Leverage*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki keuntungan yang besar memiliki ciri *FCF* dan *RE/TE* yang tinggi akan cenderung membayarkan dividen lebih tinggi. Sedangkan perusahaan dengan

peluang pertumbuhan yang lebih tinggi ditunjukkan oleh lebih kecil *Dividen Payout Ratio* dibandingkan *Dividen Yield*. Secara keseluruhan penelitian ini mendukung *Free Cash Flow Theory* dan *Life Cycle Hypotesis*. Perusahaan yang mengalami tahapan *growth* sampai *mature* dalam tahap daur hidup keuangan pada perusahaannya, pasti mengalami pertumbuhan dalam laba ditahan, *leverage*, profitabilitas, *size*, asset growth rate dan karakteristik keuangan lainnya.

Fama and French (2001) dan Thanatawee (2011) menjelaskan bahwa *financial life cycle* mempengaruhi kebijakan dividen di perusahaan. Thanatawee (2011) menjelaskan bahwa perusahaan dengan rasio utang yang lebih tinggi lebih mungkin secara finansial dibatasi dan harus kurang mampu untuk membayar dividen. Fama & French (2001), menjelaskan bahwa perusahaan besar dengan profit yang tinggi dan kesempatan bertumbuh yang relatif kecil akan cenderung membayar dividen lebih banyak daripada perusahaan dengan karakteristik sebaliknya.

Bodie, et.al (2007) mengatakan bahwa perusahaan biasanya melewati *life cycle* dengan tingkat dividen yang berbeda dalam fase yang berbeda. Dalam tahun-tahun awal, peluang untuk reinvestasi yang cukup menguntungkan di perusahaan masih besar, walaupun dengan *payout ratio* rendah, dan pertumbuhan berjalan cepat. Dalam beberapa tahun kemudian, perusahaan ini beranjak dewasa, dimana kapasitas produksi cukup untuk memenuhi permintaan pasar, pesaing memasuki pasar, dan peluang menarik untuk reinvestasi dapat menjadi sulit untuk menemukan. Tahapan dewasa 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.

Hipotesis dalam penelitian ini yaitu: Hipotesis 1. Probabilitas perubahan dividen dipengaruhi secara positif oleh maturitas perusahaan, dengan menggunakan variabel kontrol yaitu *leverage*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan.

Hipotesis 2. Probabilitas penurunan dividen dipengaruhi secara negatif oleh maturitas perusahaan, dengan menggunakan variabel kontrol yaitu *leverage*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan. Hipotesis 3. Probabilitas kenaikan dividen dipengaruhi secara positif oleh maturitas perusahaan, dengan menggunakan variabel kontrol yaitu *leverage*, profitabilitas, ukuran perusahaan dan peluang pertumbuhan

METODE

Penelitian ini menggunakan *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu. Pertimbangan yang digunakan dalam penelitian ini yaitu: *pertama*, perusahaan yang *listing* dalam Bursa Efek Indonesia yang telah menyampaikan laporan keuangan per 31 Desember secara rutin selama empat tahun sesuai dengan periode yang diperlukan, yaitu 2008,2009 dan 2010. *Kedua*, perusahaan yang termasuk dalam sektor primer dan sekunder dan *listing* serta membagikan dividen secara rutin selama empat tahun sesuai dengan periode yang diperlukan, yaitu 2008,2009 dan 2010. *Ketiga*, emiten yang termasuk dalam sektor primer dan sekunder di Bursa Efek Indonesia yang menyampaikan datanya secara lengkap sesuai informasi yang diperlukan yaitu *Retained Earning/To Equity (RE/TE)*, *Retained Earning/To Asset (RE/TA)*, *Leverage*, *Return on Asset*, *Size*, *Asset Growth Rate* dan *Dividend Payout Ratio*.

Analisis deskriptif kuantitatif merupakan analisis data yang dilakukan untuk mengetahui dan menjelaskan variabel yang diteliti berupa angka-angka sebagai dasar dalam pengambilan keputusan. Korelasi *Product Moment* atau Pearson digunakan untuk mengetahui hubungan antar variabel jika data yang digunakan memiliki skala interval atau rasio. Dasar pemikiran analisis korelasi *Product Moment* adalah perubahan antar variabel. Artinya, jika perubahan suatu variabel diikuti perubahan variabel diikuti perubahan variabel yang lain maka kedua variabel tersebut saling berkorelasi.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan analisis multivariate dengan menggunakan regresi logistik (*logistic regression*), dimana analisis ini digunakan untuk menguji variabel bebas yang terdiri dari *Retained Earning to Total Equity* dan *Retained Earning to Total Asset* serta variabel

control yang terdiri dari *Leverage*, *Return On Asset*, *Size* dan *Asset Growth Rate* terhadap *Dividen Payout Ratio*.

Dalam penelitian ini variabel dependen terbagi atas 3 submodel dalam 3 penelitian. *Pertama*, model penelitian 1. probabilitas perubahan dividen pada tahun t . Perusahaan yang melakukan perubahan dividen bernilai 1 dan perusahaan yang tidak melakukan perubahan dividen bernilai 0. *Kedua*, model penelitian 2. probabilitas penurunan dividen pada tahun t . Perusahaan yang melakukan penurunan dividen bernilai 1 dan perusahaan yang tidak melakukan penurunan dividen bernilai 0. *Ketiga*, model penelitian 3. probabilitas kenaikan dividen pada tahun t . Perusahaan yang melakukan kenaikan dividen bernilai 1 dan perusahaan yang tidak melakukan kenaikan dividen bernilai 0.

Murhadi (2011) menyatakan bahwa pendekatan *earned/contribution capital mix* merupakan proksi logis untuk tahapan daur hidup perusahaan karena pada tahapan *growth*, memiliki peluang bisnis yang tinggi sehingga cenderung untuk mempertahankan labanya (*retained earning*). Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan dengan RETE atau RETA yang rendah cenderung berada pada tahapan *capital infusion* atau tahapan *growth*, sedangkan RETE dan RETA yang tinggi cenderung pada tahapan *mature*.

Rasio hutang adalah total hutang dibagi total aktiva. Rasio ini menunjukkan berapa banyak hutang yang digunakan membiayai aset-aset perusahaan. Pembiayaan jangka panjang biasanya mengacu pada struktur modal perusahaan, dan sejauh mana perusahaan mengandalkan pembiayaan utang ini disebut *leverage* keuangan. Profitabilitas yang diporsikan dengan *Return On Asset*. *Return On Asset* adalah laba bersih setelah pajak dibagi dengan total aktiva. Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba.

Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari total aktiva. Suatu perusahaan yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal. Sehingga akses ke pasar modal cukup besar untuk fleksibilitas dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar sehingga perusahaan mampu memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi.

Peluang pertumbuhan (*growth opportunities*) diproksikan oleh *asset growth rate*. *Asset growth rate* menunjukkan peluang perusahaan untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang menguntungkan. Semakin besar dan dewasa suatu perusahaan, maka peluang pertumbuhannya semakin kecil.

PEMBAHASAN

Sesuai dengan teknik analisis korelasi Pearson, koefisien korelasi menunjukkan, RETA mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan RETE di level 1%. Sedangkan hasil variabel kontrol berbeda-beda. Profitabilitas dan ukuran memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap RETE dan RETA pada level 1%-10%. Sedangkan leverage memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap RETE dan RETA pada level 1%.

Hasil olahan data yang telah dilakukan menunjukkan, bahwa variabel RETE dan RETA tidak mempengaruhi probabilitas dividen. Sehingga suatu siklus hidup perusahaan tidak dapat terlihat secara jelas dalam negara berkembang. Hal ini diakibatkan karena teori siklus hidup keuangan akan benar dikembangkan pada pasar modal negara maju seperti Amerika Serikat, Inggris dan Korea (Shin : 2010). Dan teori siklus hidup ini tidak bisa terlihat secara jelas karena periode penelitian dari tahun 2008-2010, dimana seperti kita ketahui, terjadi krisis global pada tahun 2008. Hal inilah yang menyebabkan data menjadi tidak normal. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Werner (2011) sampel yang dipakai adalah perusahaan yang tergabung dalam LQ45, RETE berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini bisa dilihat bahwa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 adalah saham-saham pilihan.

Terkait pengujian variabel-variabel kontrol, didapatkan hasil bahwa variabel ROA dan *SIZE* menunjukkan pengaruh positif terhadap probabilitas perubahan dividen pada level 5%. Variabel ROA menunjukkan pengaruh positif terhadap probabilitas perubahan dividen pada level 5%. Jadi terbukti bahwa semakin besar profitabilitas suatu perusahaan dan semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar kemungkinan probabilitas perubahan dividen. Hal ini semata-mata disebabkan perusahaan yang besar memiliki fleksibilitas yang lebih besar dalam menggunakan sumber daya yang mereka miliki untuk

membayar dividen dibanding perusahaan kecil. Sedangkan variabel kontrol lain seperti LEV dan AGR tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap probabilitas perubahan dividen. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa hipotesis 1 diterima. Variabel RETE dan variabel kontrolnya tidak mempengaruhi secara negatif terhadap probabilitas kenaikan dividen dan secara negatif terhadap probabilitas kenaikan dividen. Variabel kontrol yaitu SIZE signifikan di tingkat 5%. Sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa hipotesis 2 diterima, walaupun pengaruhnya sangat lemah terhadap penurunan dividen. Sedangkan hipotesis 3 ditolak.

Hasil menunjukkan bahwa apabila suatu negara berkembang dan mengalami krisis, maka memakai *financial life cycle* bukanlah cara yang tepat untuk meramalkan kemungkinan probabilitas perubahan dividen baik kenaikan maupun penurunan. Di Indonesia, manajer lebih banyak melihat faktor profitabilitas dan ukuran perusahaan sebagai penentu probabilitas perubahan dividen. Hal ini dapat diperkuat dengan pernyataan Jeffrey *et al* (2009) bahwa *financial life cycle* terkadang sering tumpang tindih dengan *product life cycle*, yang menjadikannya susah terlihat.

Variabel kontrol yang berpengaruh pada penelitian ini salah satunya adalah *size*, sesuai dengan penelitian Shin *et al* (2010). Dimana sebuah perusahaan besar biasanya memiliki akses lebih baik ke pasar modal dan merasa lebih mudah untuk meningkatkan dana dengan biaya yang lebih rendah dan kendala lebih sedikit dibandingkan dengan perusahaan kecil. Sehingga, perusahaan besar lebih mungkin untuk mampu membayar dividen lebih tinggi untuk pemegang saham. Sejumlah studi empiris telah mendokumentasikan bahwa ukuran adalah signifikan penentu kebijakan dividen perusahaan, dan bahwa hal itu secara positif berkaitan dengan dividen. Hal ini diperkuat dengan penelitian yang dilakukan oleh Al-Malkawi (2008) dan Mollah (2011).

Variabel kontrol lain yang berpengaruh adalah profitabilitas, sesuai dengan penelitian Shin *et al* (2010). Hal ini sejalan dengan penelitian Al-Malkawi (2008) dimana keputusan untuk membayar dividen dimulai dengan keuntungan. Pada penelitian sebelumnya, menunjukkan bahwa dividen tersebut biasanya dibayarkan dari keuntungan tahunan, yang merupakan

kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Dengan demikian, perusahaan yang mengalami kerugian tidak mungkin untuk membayar dividen. Pada penelitian yang dilakukan oleh Lintner (1956) menemukan bahwa laba bersih suatu perusahaan adalah penentu yang penting perubahan dividen. Selanjutnya, beberapa penelitian telah mendokumentasikan adanya hubungan positif antara profitabilitas dan pembayaran dividen (lihat, misalnya, Jensen *et al*, 1992; Han *et al*, 1999; Fama dan France, 2002). Bukti dari *emerging market* juga mendukung proposisi bahwa profitabilitas merupakan salah satu faktor terpenting yang menentukan kebijakan dividen (lihat, misalnya, Adaoglu, 2000, Pandey, 2001; Aivazian *et al*, 2003 dalam Al-Malkawi 2008). Variabel kontrol lain seperti *leverage* tidak berpengaruh. Hal ini sejalan dengan penelitian Gillespie (1971) dan Fama dan Perancis (2000) dalam Molah (2011) yang tidak menemukan dampak *leverage* terhadap kebijakan dividen karena *leverage* dianggap utang sebagai komponen sisa.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa perubahan dan penurunan dividen tunai tidak dipengaruhi oleh profitabilitas jangka panjang yang diukur dengan *retained earning to total equity*, Namun variabel kontrol, seperti keuntungan jangka pendek yang diukur dengan *return on total asset (ROA)* dan ukuran perusahaan yang diukur dengan *SIZE* mempengaruhi perubahan dan penurunan dividen. Hal ini konsisten dengan AS sebelum dan bukti lainnya di luar negeri (Fama dan France, , 2001; DeAngelo *et al*, 2006;. Denis dan Osobov, 2008 dalam Jeffrey *et al* 2010).

SIMPULAN

Dua variabel independen, yaitu *RETE* dan *RETA* dalam ketiga hipotesis tidak signifikan, namun variabel kontrol, yaitu *ROA* dan *size* berpengaruh secara positif terhadap perubahan dividen (hipotesis 1) dan *size* berpengaruh negative terhadap penurunan dividen (hipotesis 2). Sedangkan hipotesis 3 ditolak. Hasil penggunaan model regresi logistik dalam penelitian ini, besarnya daya ketepatan klasifikasi dalam memprediksi perubahan dividen adalah sebesar 82,6% pada submodel 1.1, 88,4% pada submodel 1.2, 68,1% pada submodel 2.1, 68,1% pada submodel 2.2, 66,7% pada submodel 3.1 dan 62,3% pada submodel 3.2..

Saran-saran yang dapat diberikan kepada peneliti selanjutnya yang akan melakukan penelitian berkaitan dengan “*Financial Life Cycle* terhadap Kebijakan Dividen” adalah *pertama*, Penelitian selanjutnya hendaknya menambah jumlah sampel dan menambah jangka waktu penelitian. *kedua*, Penelitian selanjutnya hendaknya menambah jumlah variabel. *Ketiga*, Penelitian selanjutnya hendaknya menambah hipotesis yang meneliti probabilitas pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap maturitas perusahaan.

PUSTAKA ACUAN

- Aharony, J, et.al. 2006. *Corporate Life Cycle and the Relative Value – Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information*. Working Papper, Tel Aviv Unniversity.
- Al-Malkawi, H. 2008. *Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordan Panel Data*. International Journal of Business.
- Bodie, K & Marcus. 2007. *Essentials of Investment*. New York: McGraw-Hill.
- Brealey, M & Allen. 2006. *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Coulton, J.J & R. Caitlin. 2009. *Corporate Payout Policy in Australia and a Test of the Life Cycle Theory*. Australian School of Business Research Paper No. 2010 ACCT 03.
- DeAngelo, H, et.al. 2006. *Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory*. *Journal of Financial Economics* 81, pp. 227-254.
- Dickinson, Victoria. 2011 . “*Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle*”.
- Nachrowi, N.D. 2002. *Penggunaan Teknik Ekonometrika*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Fama, E.F & K.R. French. 2002. *Disappearing Dividend: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 60: pp. 3-43.
- Fankfurter, G.M & N. Liang. 2002. *Dividend Policies and Their Empirical Test*. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 11:2, pp. 111-138.

- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan penerbit UNDIP.
- Grullon, G, et.al. 2002 . “Are Dividend Changes A Sign of Firm Maturity?. *Journal of Business* 75, pp. 387-424.
- Keown, M. et.al. 2011. *Manajemen Keuangan, edisi 10 jilid 1*. Jakarta : Penerbit PT index
- LaPorta, R, et.al. 2000. *Agency Problems and Dividend Policies around the World*. *Journal of Finance* Vol. 55, pp. 1-33.
- Miller, M. & F. Modigliani. 1961. *Dividend policy: growth and the valuation of Shares*. *Journal of Business*, vol. 34, pp. 411-33.
- Molah, S. 2007. *Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies.(Empirical investigation on the pre and post-reform dividend policy and behaviour of Dhaka Exchange listed firms)*”. *Studies in Economics and Finance* Vol. 28 No2, 2011, pp. 1086-7376.
- Rodoni, A. & H. Ali. 2010. *Manajemen Keuangan*. Jakarta : Mitra Wacana Media.
- Ross, W, et.al. 2009. *Corporate Finance: Core Principles and Applications*. New York: Mc Graw Hill.
- Ross, Westerfield & Jordan. 2006. *Fundamentals of Corporate Finance 7th Edition*. New York: McGraw-Hill.
- Senchack, A.J & W.Y. Lee. 1980. *Comparative Dynamics in a Life Cycle Theory of the Firm*. *Journal of Business Research*, pp. 159-185.
- 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.
- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori dan Aplikasi dengan SPSS*”, Yogyakarta : Penerbit Andi.
- Van Horne, J & J. Wachowiz. 2005. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Wiagustini, N.L.P. 2009. *Investment Opportunity, Institutional Ownership, Cash Flow, Company Life Cycle terhadap Kebijakan Dividen dan Return Saham*”. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.13 No.3.
- Wild, John, et al. 2004. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.