

Pengujian teori daur hidup perusahaan pada kebijakan dividen

Setiawan^{1*}, Kristianingsih², Leni Nur Pratiwi³

Politeknik Negeri, Bandung.

*Email: setiawan@polban.ac.id

Abstrak

Kebijakan dividen pada sebuah perusahaan masih menjadi topik yang menarik untuk didiskusikan karena hingga saat ini belum ada kesepakatan mengenai faktor apa yang melatarbelakanginya. Seperti dengan apa yang terjadi pada perusahaan sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia, bahwa sebagian ada yang membayarkan dividen, namun sebagian lain ada yang tidak membayarkan dividen. Dengan demikian penelitian ini berusaha untuk mendalami faktor-faktor penentu mengapa perusahaan tersebut membayar atau tidak membayar dividen. Hipotesis awal penelitian ini menggunakan sudut pandang teori daur hidup perusahaan untuk membuktikan mengapa perusahaan memilih kebijakan dividen. Untuk mencapai tujuan penelitian, maka digunakan metode pendekatan asosiatif yang meneliti pengaruh variabel bebas berupa daur hidup perusahaan terhadap variabel terikat berupa kebijakan dividen. Analisis data yang digunakan yaitu SEM-PLS dengan bantuan alat WarpPLS. Hasil penelitian mengungkapkan bahwa kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dipengaruhi oleh faktor-faktor daur hidup perusahaan berupa RE/TE, profitabilitas, umur perusahaan, ukuran perusahaan, dan kesempatan tumbuh. Temuan ini mampu menjawab bahwa kebijakan dividen di Indonesia cenderung menganut pada teori daur hidup perusahaan.

Kata Kunci: teori daur hidup; kebijakan dividen; perusahaan manufaktur.

Testing the firm's life cycle theory on dividend policy

Abstract

Dividend policy in a company is still an interesting topic to discuss because until now there has been no agreement on what factors influence it. As with what happened to manufacturing sector companies on the Indonesia Stock Exchange, some of them paid dividends, but others did not pay dividends. Thus this study seeks to explore the determinants of why the company pays or does not pay dividends. The initial hypothesis of this study uses the perspective of the company's life cycle theory to prove why companies choose dividend policies. To achieve the research objectives, an associative approach method is used which examines the effect of the independent variable in the form of the company's life cycle on the dependent variable in the form of dividend policy. The data analysis used was SEM-PLS with the help of the WarpPLS tool. The results of the study reveal that the dividend policy of manufacturing companies listed on the IDX is influenced by company life cycle factors such as RE / TE, profitability, company age, company size, and growth opportunities. This finding is able to answer that dividend policy in Indonesia tends to adhere to the company's life cycle theory.

Keywords: *life cycle theory; dividend policy; manufacturing company.*

PENDAHULUAN

Apakah yang membuat perusahaan membayar dividen? Pertanyaan ini masih sangat relevan untuk terus dipertanyakan hingga saat ini. Penentu kebijakan dividen telah diteliti selama beberapa dekade, namun belum ada konsensus mengenai faktor mana yang mempengaruhi kecenderungan untuk membayar dividen dan seberapa besar dividen dibayarkan (Dewasiri dkk., 2019). Penelitian terdahulu telah banyak yang mengidentifikasi permasalahan ini dan diperoleh banyak teori untuk menjelaskan mengenai dividen, seperti teori burung di tangan (Gordon, 1959; Lintner, 1956); teori preferensi pajak (Elton & Gruber, 1970); teori sinyal (Bhattacharya, 1979); teori agensi (Miller & Modigliani, 1961); teori arus kas bebas (Jensen, 1986); teori pecking order (Myers & Majluf, 1984); teori catering (Baker & Wurgler, 2004); dan teori daur hidup (Mueller, 1972).

Meskipun telah banyak teori pendukung dalam menjelaskan kebijakan dividen, Black (1996) memperkirakan bahwa isu kebijakan dividen di perusahaan akan selalu menjadi teka-teki (*dividend puzzle*) karena terdapat banyak perspektif tentang determinannya. Namun, perspektif manapun yang dipakai untuk melihat kebijakan dividen, mayoritas isu yang berkembang mengenai dividen sebetulnya bermuara pada bagaimana meningkatkan kekayaan pemegang saham (Budiarso dkk., 2019; Hanlon & Hoopes, 2014; Kalay & Loewenstein, 1986). Karena bagaimanapun perusahaan memiliki kewajiban untuk memenuhi harapan pemegang saham melalui semua kebijakan yang diambil manajemen (Eisdorfer dkk., 2015; Hanlon & Hoopes, 2014).

Perihal kebijakan dividen, Mai & Setiawan (2021) telah mengamati perusahaan-perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2000 hingga 2017. Beberapa poin yang dapat diidentifikasi adalah (i) rata-rata umur dari perusahaan yang membayar dividen adalah 22,52 tahun, sementara rata-rata umur dari perusahaan yang tidak membayar 17,40 tahun; (ii) rata-rata pertumbuhan untuk perusahaan yang membayar dividen adalah 36%, sementara yang tidak membayar adalah 73%; dan (iii) rata-rata profitabilitas untuk perusahaan yang membayar dividen adalah 10%, sementara yang tidak membayar adalah 5%.

Hasil studi tersebut menunjukkan kecenderungan bahwa kebijakan dividen pada perusahaan di Indonesia lebih kuat dipengaruhi oleh perspektif teori daur hidup perusahaan.

Denis & Osobov (2008) telah melakukan studi di beberapa negara yaitu Amerika Serikat, Kanada, Inggris, Jerman, Perancis, dan Jepang dengan kesimpulan akhir bahwa kecenderungan untuk membayar dividen lebih besar pada perusahaan-perusahaan dengan ukuran yang lebih besar, lebih *profitable*, dan yang memiliki *Retained Earnings to Book Value of Total Equity* (RE/TE) yang lebih besar. Sejalan dengan hal tersebut, Baker & Kilincarslan (2019) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan di Turki yang tidak membayar dividen cenderung memiliki ukuran yang lebih kecil, relatif lebih muda (*in the earlier stage of their life cycle*), memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi, memiliki tingkat profitabilitas yang rendah (atau merugi), dan memiliki penghasilan yang kecil (atau negatif).

Di sisi lain, terdapat pula yang menyampaikan hasil studi berlainan atau bahkan bertentangan dengan studi di atas. Misalnya, Hassani & Dizaji (2013) yang meneliti di Tehran Stock Exchange, penelitiannya tidak menemukan hubungan yang signifikan antara rasio RE/TE dan pembayaran dividen. Studi Wahjudi (2019) melaporkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan-perusahaan di Indonesia. Sedangkan Kuzucu (2015) berpendapat bahwa profitabilitas justru menjadi penentu negatif kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan di Turki. Al-Najjar & Hussainey (2011) tidak menemukan dampak signifikan dari *firm size* terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Thirumagal & Vasantha (2017) membuktikan adanya hubungan positif antara kesempatan tumbuh dan kebijakan dividen, yang artinya ketika perusahaan memiliki kesempatan untuk tumbuh justru mereka lebih memilih untuk memberikan dividen.

Berdasarkan fenomena yang disampaikan Mai & Setiawan (2021) mengenai kebijakan dividen di Indonesia serta kesenjangan beberapa studi terdahulu (Al-Najjar & Hussainey, 2011; Denis & Osobov, 2008; Hassani & Dizaji, 2013; Kent Baker & Kilincarslan, 2019; Kuzucu, 2015; Thirumagal & Vasantha, 2017; Wahjudi, 2019) yang telah menguji daur hidup perusahaan sebagai faktor penentu kebijakan dividen, maka menarik untuk dilakukan penelitian lebih lanjut untuk menguji kembali teori daur hidup perusahaan terhadap kebijakan dividen. Studi ini mencoba untuk menguji teori daur hidup pada

perusahaan di Indonesia, lebih khusus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan dengan jumlah anggota terbesar pada BEI. Selain itu, sektor manufaktur di Indonesia merupakan yang terbesar di kawasan ASEAN (Kemenperin, 2019). Dengan demikian diharapkan pemilihan objek ini dapat menjadi representasi dari kebijakan dividen secara umum perusahaan-perusahaan di Indonesia.

METODE

Penelitian ini berusaha untuk melihat hubungan asosiatif antar variabel bebas dan variabel terikat dengan data penelitian yang digunakan adalah data sekunder yang berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Untuk itu pendekatan penelitian ini bersifat kuantitatif. Variabel penelitian ini sebanyak 6 (enam) variabel yang terdiri dari 1 (satu) variabel terikat dan 5 (lima) variabel bebas. Variabel terikat menggunakan proksi *Propensity to Pay Dividends* (PPD) yang merupakan variabel biner yang nilainya ditentukan dengan memberi angka 1 (satu) untuk perusahaan yang membayar dividen, dan angka 0 (nol) untuk yang tidak membayar. Sedangkan variabel bebas yang digunakan yaitu: RE/TE (*Retained earnings* dibagi *book value of total equity*), profitabilitas (ROA atau *Return on Assets*), Umur perusahaan (Logaritma natural dari jumlah tahun mulai perusahaan berdiri hingga tahun pengamatan), Ukuran perusahaan (Logaritma dari total assets), dan Kesempatan tumbuh (Total penjualan pada tahun pengamatan dikurangi total penjualan satu tahun sebelumnya, dibagi total penjualan tahun sebelum).

Sampel data diperoleh melalui purposive sampling dengan kriteria: (i) perusahaan termasuk kelompok sektor manufaktur yang terdaftar di BEI; (ii) perusahaan telah terdaftar minimal semenjak 2012 hingga 2018 dan tidak pernah delisting; dan (iii) memiliki laporan keuangan beserta seluruh data yang diperlukan dari periode 2012 hingga 2018 dan dapat diakses. Dengan kriteria yang telah disebut di atas maka diperoleh sebanyak 116 perusahaan sehingga jumlah pengamatan selama 7 tahun (2012-2018) sebanyak 812.

Adapun dalam menganalisis data digunakan pendekatan SEM-PLS. PLS-SEM merupakan pendekatan statistik untuk memodelkan variabel yang tidak diamati secara langsung yang dapat diukur dengan variasi indikator atau proksi tunggal maupun ganda (Hair, dkk., 2016). Pendekatan ini juga dapat mengatasi multikolinearitas yang kadang terjadi pada regresi tradisional (Avkiran, 2018, hlm. 1–23). Sedangkan alat bantu yang digunakan adalah WarpPLS versi 7.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada tahapan awal penelitian yang dilakukan terlebih dahulu dilakukan pengujian statistik deskriptif untuk melihat sebaran data penelitian yang telah dikumpulkan. Adapun maksud dari pengujian ini untuk melihat mean atau rata-rata, median, nilai maksimal, nilai minimal, dan standar deviasi. Berikut disajikan pada tabel di bawah hasil yang telah diperoleh pada pengujian statistik deskriptif.

Tabel 1. Statistik deskriptif

Variabel	Mean	Median	Nilai Maksimal	Nilai Minimal	Standar deviasi
Kebijakan dividen	0,409	0	1	0	0,492
RE/TE	0,324	0,379	93,731	-56,382	4,703
Profitabilitas	0,068	0,036	3,207	-0,550	0,182
Umur perusahaan	3,586	3,615	4,770	1,203	0,388
Ukuran perusahaan	6,325	6,243	8,471	4,951	0,697
Kesempatan tumbuh	-0,021	0,042	36,083	-1	1,362

Berdasarkan pengujian statistik deskriptif pada tabel 1 di atas dapat diketahui rata-rata variabel kebijakan dividen sebesar 0,409, median 0, karena merupakan variabel dummy maka nilai maksimalnya adalah 1 dan nilai minimalnya 0, sedangkan standar deviasinya sebesar 0,492. Rata-rata variabel RE/TE sebesar 0,324, median 0,379, nilai maksimal 93,731, nilai minimal -56,382, dan standar deviasinya sebesar 4,703. Terdapat kesenjangan yang cukup antara nilai maksimal dan nilai minimal pada RE/TE. Hal ini menunjukkan pendanaan pada perusahaan ada yang dominan dapat dilakukan oleh internal (oleh perusahaan dengan RE/TE tinggi), sedangkan perusahaan lainnya mengandalkan pendanaan eksternal (oleh perusahaan dengan RE/TE rendah atau negatif). Rata-rata variabel profitabilitas sebesar 0,068,

median 0,036, nilai maksimal 3,207, nilai minimal -0,550, dan standar deviasinya sebesar 0,182. Dapat dilihat bahwa perusahaan manufaktur pada periode tersebut banyak yang mengalami kerugian bahkan rata-ratanya menunjukkan capaian yang kurang menggembirakan. Rata-rata variabel Umur perusahaan sebesar 3,586, median 3,615, nilai maksimal 4,770, nilai minimal 1,203, dan standar deviasinya sebesar 0,388. Rata-rata variabel Umur perusahaan sebesar 6,325, median 6,243, nilai maksimal 8,471, nilai minimal 4,951, dan standar deviasinya sebesar 0,697. Rata-rata variabel Kesempatan tumbuh sebesar -0,021, median 0,042, nilai maksimal 36,083, nilai minimal -1, dan standar deviasinya sebesar 1,362.

Model pengukuran

Dalam pendekatan PLS-SEM, penting untuk menguji validitas konstruk karena dapat menunjukkan pengukuran yang memadai dari semua konstruksi, yaitu yang dapat dinilai dengan validitas konvergen (Average Variance Extracted (AVE)) dan reliabilitas konstruk (*Composite Reliability*) (Hair, Jr. dkk., 2016; Ramli dkk., 2018).

Tabel 2. Model pengukuran

Variabel	AVE	CR
Kebijakan dividen	1,000	1,000
RE/TE	1,000	1,000
Profitabilitas	1,000	1,000
Umur perusahaan	1,000	1,000
Ukuran perusahaan	1,000	1,000
Kesempatan tumbuh	1,000	1,000

Hasil analisis data pada tabel 2 di atas menunjukkan bahwa seluruh konstruksi menampilkan nilai AVE di atas 0,5. Demikian juga, nilai CR seluruh konstruk di atas nilai minimal 0,7. Menurut Henseler dkk. (2017) hal tersebut menunjukkan bahwa semua ukuran memenuhi kriteria yang umum disarankan untuk penilaian model pengukuran. Dalam artian bahwa model layak untuk dilanjutkan pada tahapan selanjutnya.

Model struktural

Pada tahapan ini dapat dihasilkan bobot pengaruh dari setiap variabel bebas terhadap variabel terikat. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 3 di bawah.

Tabel 3. Model struktural

Model	Koefisien (β)	Std. Error	P value
RE/TE => Kebijakan dividen (H ₁)	0,042	0,035	0,013**
Profitabilitas => Kebijakan dividen (H ₂)	0,316	0,034	0,000*
Umur perusahaan => Kebijakan dividen (H ₃)	0,052	0,035	0,038**
Ukuran perusahaan => Kebijakan dividen (H ₄)	0,336	0,034	0,000*
Kesempatan tumbuh => Kebijakan dividen (H ₅)	-0,011	0,035	0,024**

Average path coefficient (APC) = 0,151

Average R-squared (ARS) = 0,234

Average adjusted R-squared (AARS) = 0,229, P<0,001*

Tenenhaus GoF = 0,484, small \geq 0,1, medium \geq 0,25, large \geq 0,36

* signifikan pada level 1%, ** signifikan pada level 5%

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel 3 di atas, dapat dilihat bahwa semua variabel bebas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel RE/TE, umur perusahaan, dan kesempatan tumbuh signifikan pada level 5%, sedangkan variabel profitabilitas dan ukuran perusahaan signifikan pada level 1%. Di samping itu, model penelitian ini menghasilkan AARS sebesar 22,9 persen dengan tingkat signifikansi 1%. Angka tersebut menunjukkan kualitas penjelas secara keseluruhan variabel bebas. Sedangkan secara keseluruhan, model ini dikatakan baik karena memiliki kriteria Tenenhaus GoF yang besar (di atas 0,36).

Pengaruh re/te terhadap kebijakan dividen

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel RE/TE memiliki pengaruh positif yang signifikan pada level 5%, sehingga semakin besar rasio RE/TE maka semakin besar kemungkinan bagi perusahaan

untuk membayarkan dividen. Rasio RE/TE memperlihatkan seberapa besar dana internal yang dimiliki perusahaan sehingga perusahaan memiliki opsi untuk memperoleh pendanaan bagi keperluan perusahaan di masa depan. Rasio RE/TE yang tinggi bagi perusahaan menjadi sinyal bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap dewasa. Dengan demikian, RE/TE yang lebih besar dapat memungkinkan perusahaan untuk menyisihkan sebagian laba ditahannya untuk membayar dividen karena perusahaan dianggap memiliki dana internal yang cukup. Hasil ini mampu menjawab hipotesis daur hidup perusahaan bahwa perusahaan yang dewasa dalam hal ini yang memiliki RE/TE tinggi maka perusahaan akan memutuskan untuk membayar dividen (Dewasiri dkk., 2019; Labhane & Mahakud, 2016; Mai & Setiawan, 2021; Singla & Samanta, 2019).

Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel profitabilitas memiliki pengaruh positif yang signifikan pada level 1%, sehingga semakin besar rasio profitabilitas yang diperoleh perusahaan maka semakin besar kemungkinan bagi perusahaan untuk membayarkan dividen. Rasio profitabilitas menunjukkan seberapa besar perusahaan memperoleh laba (dan dalam hal ini diprosikan oleh *Return on Assets*) dari aset yang dimiliki. Perolehan ROA yang semakin tinggi membuat perusahaan semakin percaya diri untuk memutuskan membagikan dividen kepada para pemegang saham. Keuntungan perusahaan masih sangat fleksibel untuk dialokasikan kepada berbagai kebutuhan perusahaan. Dengan demikian wajar bila perusahaan yang memiliki keuntungan yang lebih besar bisa menyisihkan sebagian ataupun bila mungkin seluruhnya untuk dibagikan kepada pemegang saham melalui dividen. Hasil ini mampu menjawab hipotesis daur hidup perusahaan bahwa perusahaan yang dewasa dalam hal ini yang memiliki rasio profitabilitas yang tinggi maka perusahaan akan memutuskan untuk membayar dividen (Al-Najjar & Hussainey, 2011; Benavides dkk., 2016; Bokpin, 2011; Kannadhasan dkk., 2017; Mai & Setiawan, 2021).

Pengaruh umur perusahaan terhadap kebijakan dividen

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel umur perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan pada level 5%, sehingga semakin besar umur perusahaan (telah lama berdiri) maka semakin besar kemungkinan bagi perusahaan untuk membayarkan dividen. Umur perusahaan memiliki arti seberapa lama perusahaan tersebut telah eksis berdiri. Semakin lama perusahaan eksis berdiri memperlihatkan perusahaan yang semakin mapan atau berada pada tahap dewasa, sehingga perusahaan yang telah lama eksis dipandang mampu membayarkan dividen kepada pemegang saham. Perusahaan yang telah mapan tidak banyak melakukan pilihan pada investasi karena perusahaan telah berada pada zona nyaman dengan roda bisnis yang berjalan konstan. Hasil ini mampu menjawab hipotesis daur hidup perusahaan bahwa perusahaan yang dewasa dalam hal ini yang perusahaan yang berumur lebih lama akan memutuskan untuk membayar dividen (Mai & Setiawan, 2021; Ranajee dkk., 2018; Thirumagal & Vasantha, 2017).

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan pada level 1%, sehingga semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar kemungkinan bagi perusahaan untuk membayarkan dividen. Ukuran perusahaan menunjukkan aset yang besar yang dimiliki perusahaan. Semakin besar ukuran maka memperlihatkan perusahaan yang semakin mapan atau berada pada tahap dewasa, sehingga perusahaan yang lebih besar dipandang mampu membayarkan dividen kepada pemegang saham. Hasil ini mampu menjawab hipotesis daur hidup perusahaan bahwa perusahaan yang dewasa dalam hal ini yang perusahaan yang berukuran lebih besar akan memutuskan untuk membayar dividen (DeAngelo dkk., 2006; Fama & French, 2001; Mai & Setiawan, 2021).

Pengaruh kesempatan tumbuh terhadap kebijakan dividen

Hasil pengujian menunjukkan bahwa variabel kesempatan tumbuh memiliki pengaruh negatif dan signifikan pada level 5%, sehingga semakin besar kesempatan perusahaan untuk tumbuh maka semakin besar kemungkinan bagi perusahaan untuk tidak membayarkan dividen. Kesempatan tumbuh merupakan kondisi ketika perusahaan memiliki peluang untuk berkembang di masa depan, sehingga perusahaan harus menyediakan pendanaan yang cukup guna menangkap peluang tersebut dengan baik. Dalam kondisi seperti ini, perusahaan akan cenderung menahan dan sekecil apapun yang dimiliki untuk lebih

dimanfaatkan secara tepat terutama pada kepentingan investasi ataupun memacu pertumbuhan. Umumnya, perusahaan yang mengalami hal ini berada pada *growth stage* (tahapan tumbuh) dengan kebutuhan pendanaan yang lebih dari biasanya. Dengan demikian perusahaan yang memiliki kesempatan tumbuh atau yang baik akan lebih memilih berinvestasi dibanding membagikan dividen. Hasil ini mampu menjawab hipotesis daur hidup perusahaan bahwa perusahaan yang kurang memiliki kesempatan untuk tumbuh yang baik akan lebih memilih membayar dividen (Amidu & Abor, 2006; Arko dkk., 2014; Dewasiri dkk., 2019).

SIMPULAN

Penelitian ini berhasil menemukan: (i) rasio RE/TE berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; (ii) rasio profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; (iii) umur perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; (iv) ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; dan (v) kesempatan tumbuh berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian yang diperoleh telah berhasil membuktikan bahwa kebijakan dividen di Indonesia cenderung dipengaruhi oleh teori daur hidup perusahaan. Perusahaan yang telah berada pada tahapan dewasa akan lebih memilih untuk membagikan dividen dibanding dengan investasi. Kebijakan investasi akan lebih dipilih oleh perusahaan yang sedang mengalami tahap pertumbuhan.

Diharapkan kepada investor yang ingin menanamkan modelnya pada saham perusahaan, terutama pada sektor manufaktur, untuk lebih selektif terhadap saham yang akan dipilih. Bila akan berinvestasi jangka pendek, maka dapat dipilih perusahaan yang secara umum telah mencapai tahapan dewasa. Dengan harapan perusahaan akan lebih siap untuk membagikan dividen pada akhir buku. Namun bila akan berinvestasi jangka panjang, dapat memilih perusahaan yang sedang berkembang karena mereka lebih membutuhkan pendanaan untuk investasi. Dengan harapan nilai investasi yang dikeluarkan akan terus meningkat di masa yang akan datang.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2011). Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence. *Journal of Risk Finance*, 12(4), 329–338.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7(2), 136–145. <https://doi.org/10.1108/15265940610648580>
- Arko, A. C., Abor, J., Adjasi, C. K. D., & 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>
- Avkiran, N. K. (2018). *Rise of the partial least squares structural equation modeling: An application in banking* (In N. Avkiran & C. Ringle (eds), *Partial least squares structural equation modeling*). Springer International Publishing.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125–1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>
- Benavides, J., Berggrun, L., & Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America. *Finance Research Letters*, 17, 197–210. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.012>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Black, F. (1996). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 23(5), 8. <https://doi.org/10.3905/jpm.1996.008>
- Bokpin, G. A. (2011). Ownership structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange. *Journal of Applied Accounting Research*, 12(1), 61–73. <https://doi.org/10.1108/09675421111130612>

-
- Budiarso, N. S., Subroto, B., T, S., & Pontoh, W. (2019). Dividend catering, life-cycle, and policy: Evidence from Indonesia. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1594505. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1594505>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- Dewasiri, N. J., Koralalage, W. B. Y., Azeez, A. 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>
- Eisdorfer, A., Giaccotto, C., & White, R. (2015). Do corporate managers skimp on shareholders' dividends to protect their own retirement funds? *Journal of Corporate Finance*, 30, 257–277. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.005>
- Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Homogeneous Groups and the Testing of Economic Hypotheses. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4(5), 581–602. <https://doi.org/10.2307/2330115>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(1), 67–79. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00321.x>
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Hair, Jr., J. F., M. Hult, G. T., Ringle, C., & Sarstedt, M. (2016). *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*. Sage Publications.
- 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>
- Hassani, M., & Dizaji, F. K. P. (2013). Life cycle theory and dividend payout policy: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 3, 2631–2634. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2013.09.005>
- Henseler, J., Hubona, G., & Ray, P. A. (2017). *Partial least squares path modeling: Updated guidelines*. (H. Latan, R. Noonan (Eds.), *Partial least squares path modeling: Basic concepts, methodological issues and applications*). Springer International Publishing.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. JSTOR.
- 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)
- Kannadhasan, M., Aramvalathan, S., Balasubramanian, P., & Gopika, A. (2017). Determinants of Dividend Policy of Indian Manufacturing Companies: Panel Autoregressive Distributed Lag Analysis. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 21(2), 1–12.
- Kemenperin. (2019, Januari 17). *Kemenperin Beberkan Data Keunggulan Industri Manufaktur Nasional*. *Kementerian Perindustrian Republik Indonesia*.
-

<https://kemenperin.go.id/artikel/20128/Kemenperin-Beberkan-Data-Keunggulan-Industri-Manufaktur-Nasional>

- Kent Baker, H., & Kilincarslan, E. (2019). Why companies do not pay cash dividends: The Turkish experience. *Global Finance Journal*, 42(100419). <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.02.005>
- Kuzucu, N. (2015). Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms. *International Journal of Business and Management*, 10(11), 149–160. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v10n11p149>
- Labhane, N. B., & Mahakud, J. (2016). Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis. *Paradigm*, 20(1), 36–55. <https://doi.org/10.1177/0971890716637698>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Mai, M. U. & Setiawan. (2021). Dividend Policy on IPOs Companies in Indonesia: A Life Cycle Theory Test. *WSEAS Transactions on Business and Economics*, 18, 21–30.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34, 411–433. <https://doi.org/10.1086/294442>
- Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199–219. <https://doi.org/10.2307/2098055>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Ramli, N. A., Latan, H., & Nartea, G. V. (2018). Why Should PLS-SEM Be Used Rather Than Regression? Evidence from the Capital Structure Perspective. Dalam N. K. Avkiran & C. M. Ringle (Ed.), *Partial Least Squares Structural Equation Modeling: Recent Advances in Banking and Finance* (hlm. 171–209). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-71691-6_6
- Ranjee, R., Pathak, R., & Saxena, A. (2018). To pay or not to pay: What matters the most for dividend payments? *International Journal of Managerial Finance*, 14(2), 230–244. <https://doi.org/10.1108/IJMF-07-2017-0144>
- Singla, H. K., & Samanta, P. K. (2019). Determinants of dividend payout of construction companies: A panel data analysis. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24(1), 19–38. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-06-2018-0030>
- Thirumagal, P. G., & Vasantha, S. (2017). Dividend Payout Determinants: Evidence from Indian Industries. *International Journal of Pure and Applied Mathematics*, 117(21), 811–829.
- Wahjudi, E. (2019). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4–17. <https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>