

PENGARUH *FREE CASH FLOW* PERUSAHAAN DI TAHAP *GROWTH* DAN *MATURE* PADA KEBIJAKAN DIVIDEN

Putu Anggadewi Darmawan Putri¹
I Nyoman Wijana Asmara Putra²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: anggadewi.putri@gmail.com/telp: +62 85 85 73 23 536

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Agency cost dapat diminimalkan dengan pendistribusian *free cash flow* kepada pemegang saham dalam berupa dividen. Maka dari itu, tujuan dari penelitian ini yaitu menguji dan menganalisis pengaruh *free cash flow* perusahaan tahap *growth* dan *mature* pada kebijakan dividen. Penelitian dilakukan pada sektor *property*, *real estate*, dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* sehingga diperoleh sebanyak 70 data observasi yang kemudian diklasifikasikan ke dalam tahap *growth* dan *mature*. Klasifikasi perusahaan menggunakan rata-rata *sales growth* selama lima tahun. Teknik analisis data yang digunakan adalah regresi linier sederhana. Hasil penelitian ini membuktikan *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen pada kedua kelompok perusahaan *growth* dan *mature*, artinya besaran *free cash flow* memengaruhi jumlah dividen yang dibayarkan.

Kata kunci: *free cash flow*, kebijakan dividen, siklus hidup perusahaan

ABSTRACT

The agency cost could be minimized by distributing free cash flow to stakeholders in the forms of dividend. This research aimed to test and analyze impacts of firm's free cash flow on growth and mature stage towards dividend policy. This research used property, real estate and building construction companies which listed in Indonesian Stock Exchange over the period of 2011 to 2015. The sample is obtained by using purposive sampling technique, thus derived 70 observations data which then classified into growth and mature stages. The companies are classified by using sales growth averages for 5 year. The data analysis technique used is simplest linear regression. The results of this research indicates that free cash flow gives positive impact towards dividend policy on both of growth and mature firms, which means that the significance of free cash flows affects the amount of dividend paid.

Keywords: *free cash flow, dividend policy, firms life cycle*

PENDAHULUAN

Keputusan manajemen keuangan terdiri atas tiga keputusan utama antara lain: keputusan untuk mengalokasikan dana ke dalam bentuk investasi, keputusan dalam hal struktur modal perusahaan atau pendanaan dan keputusan dalam menentukan besaran laba yang diperoleh. Ketiga keputusan manajemen

keuangan sangat penting bagi perusahaan. Diantara tiga keputusan tersebut, salah satu yang umumnya menjadi dilema di tiap perusahaan adalah keputusan dividen. Keputusan dividen berhubungan dengan penentuan besarnya laba yang dihasilkan perusahaan setiap periode untuk dibagikan berupa dividen atau dijadikan sumber internal pembiayaan bagi perusahaan disebut dengan kebijakan dividen (*dividend policy*).

Sari (2015) menyatakan terdapat dua alasan mengenai pentingnya kebijakan dividen dalam perusahaan. Alasan pertama, pembayaran dividen mempunyai pengaruh pada nilai perusahaan. Nilai perusahaan tercermin dari harga saham perusahaan. Selaras dengan *signalling theory*, kebijakan dividen diyakini sebagai sebuah sinyal untuk investor dalam hal menilai perusahaan. Jika nominal dividen tergolong dibayar tinggi, maka berdampak pada harga saham yang tinggi tentunya nilai perusahaan juga tinggi dan begitupun sebaliknya. Alasan kedua yaitu dikarenakan laba ditahan merupakan sumber modal internal terbesar dan penting bagi perusahaan. Pembayaran dividen berakibat pada berkurangnya kas internal perusahaan sehingga kas yang tersedia untuk kepentingan kegiatan operasi dan investasi tentu berkurang. Pembayaran dividen kepada pemegang saham tentu akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Berdasarkan teori agensi yang menjelaskan bahwa penting untuk pemilik perusahaan atau pemegang saham untuk menyerahkan tata kelola bisnis perusahaan kepada para ahli yang kompeten dan profesional (Firdaus, 2012).

Porta *et al.* (1999) mengemukakan bahwa dividen berperan penting menyangkut masalah keagenan, dengan adanya pembayaran dividen artinya

terdapat perpindahan dana perusahaan kepada pemilik perusahaan. Di sisi lain, karena dana tersebut sudah tidak dapat digunakan lagi untuk ekspansi perusahaan. Pembagian dividen kurang disukai oleh manajer dikarenakan berdampak pada semakin kecil dana yang berada dalam lingkup pengendaliannya (Widanaputra dan Ratnadi, 2008). Ketika manajer memegang kas dalam jumlah yang besar hal ini dapat menjadi stimulus bagi manajer untuk menikmati dana tersebut bagi kepentingan sendiri. Pihak manajer dapat mengambil kesempatan pada investasi baru meskipun memberikan *net present value* (NPV) negatif.

Bradley *et al.* (1998) menyatakan kebijakan dividen merupakan inti keuangan sebuah perusahaan. Besaran dividen yang ditentukan perusahaan bergantung pada kebijakan dividen tiap-tiap perusahaan, oleh karena itu keputusan manajemen sangat memiliki pengaruh. Menurut Mulyati (2003) menyatakan perusahaan *go public* memiliki kewajiban dalam hal memberi informasi tentang kinerja perusahaan kepada pemegang saham berbentuk laporan keuangan dan pengumuman besaran dividen. Kebijakan dividen dihitung dengan membandingkan dividen per lembar saham dan laba per lembar saham yang disebut *dividend payout ratio* (Widanaputra dan Ratnadi, 2008). Sartono (2014:294) menyatakan perusahaan yang memutuskan untuk membagikan dividen sepatutnya memperhatikan faktor-faktor yang berkaitan dengan kebijakan dividen, salah satunya adalah stabilitas dividen. Investor menilai pembayaran dividen yang stabil oleh perusahaan dapat dijadikan sebagai indikator prospek perusahaan yang stabil dan risiko perusahaan yang cukup rendah.

Adanya perbedaan kepentingan di dalam perusahaan antara manajemen dan pemegang saham menimbulkan adanya masalah keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Masalah keagenan berdampak pada timbulnya *agency cost*. *Agency cost* tersebut dapat diminimalkan dengan pendistribusian *free cash flow* kepada pemegang saham berbentuk dividen atau penggunaan hutang (Crutchley dan Hansen, 1989). Berdasarkan laporan tahunan Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 2011-2015 menunjukkan penggunaan hutang yang rendah pada sektor *property*, *real estate*, dan *building construction*. Kategori hutang tergolong rendah didasarkan pada rata-rata *debt equity ratio* selama 2011-2015. Adanya penggunaan hutang yang tergolong rendah pada sektor *property*, *real estate*, dan *building construction* menandakan bila adanya *free cash flow* di dalam perusahaan maka, penggunaannya dapat difokuskan pada pembayaran dividen.

Menurut Penelitian Ariefka (2015) menyatakan bahwa hutang berpengaruh negatif pada kebijakan dividen. Hal tersebut membuktikan semakin kecil hutang di dalam struktur modal perusahaan, menandakan semakin besar nominal dividen yang diterima pemegang saham. Fokus dari penelitian adalah pada pembagian dividen karena berdasarkan teori agensi adanya konflik antara prinsipal dan agen disebabkan oleh *free cash flow* yang tinggi di dalam perusahaan sehingga untuk mengurangi adanya konflik keagenan tersebut diperlukan pendistribusian kelebihan *cash flow* dalam bentuk dividen. Di sisi lain, berdasarkan *signalling theory* perusahaan yang melakukan pembayaran dividen tentu lebih menarik perhatian investor. Tabel 1. memperlihatkan jumlah perusahaan sektor *property*,

real estate, dan *building construction* yang melakukan pembayaran dividen selama tahun 2011-2015.

Tabel 1.
Jumlah Perusahaan *Property*, *Real Estate*, dan *Building Construction* yang Melakukan Pembayaran Dividen Tahun 2011-2015

Tahun	Jumlah Perusahaan	Jumlah Perusahaan yang Membayar Dividen	Persentase
2011	49	24	49%
2012	53	31	58%
2013	54	33	61%
2014	54	31	57%
2015	59	23	39%

Sumber: Data diolah, 2016

Tabel 1. menunjukkan bahwa dari tahun ke tahun jumlah perusahaan *listing* pada sektor *property*, *real estate*, dan *building construction* selalu mengalami peningkatan. Peningkatan jumlah perusahaan yang *listing* tidak sejalan dengan peningkatan jumlah perusahaan yang membayar dividen. Jadi dapat disimpulkan bahwa, perusahaan pada sektor *property*, *real estate*, dan *building construction* masih banyak tergolong tidak konsisten dalam hal membayar dividen. Adanya fenomena yang terjadi pada sektor *property*, *real estate*, dan *building construction*, lebih memfokuskan pengamatan pada tersebut.

Kieso *et al.* (2007:321) menyatakan terdapat empat jenis dividen antara lain: 1) dividen tunai; 2) dividen properti; 3) dividen likuidasi; dan 4) dividen saham. Umumnya dividen yang dibagikan adalah dividen bentuk tunai (*cash dividend*). Menurut Suharli (2007) bagi manajemen perusahaan, *cash dividend* merupakan arus kas yang berdampak pada berkurangnya kas internal perusahaan. Pembayaran dividen khususnya yang berbentuk tunai sangat bergantung dari adanya ketersediaan kas di dalam perusahaan (Rosdini, 2009). Posisi kas yang tersedia dapat tercermin dari adanya *free cash flow* di dalam perusahaan. Sejalan

dengan *residual theory of cash dividend*, kelebihan kas yang tersedia di perusahaan seharusnya dibagikan dalam bentuk dividen (Kaen, 2003).

Kebijakan dividen kas pada dasarnya merupakan salah satu mekanisme pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham terhadap manajemen (Suharli, 2007). Adanya perbedaan kepentingan (*conflict of interest*) antara pemegang saham dan manajemen, maka pembayaran dividen mampu sebagai solusi untuk mengurangi *free cash flow* dalam perusahaan. Hal tersebut bertujuan agar *free cash flow* yang tersedia tidak digunakan menyimpang oleh manajemen. Semakin besar jumlah *free cash flow* yang ada di perusahaan, mengindikasikan semakin sehat perusahaan tersebut dikarenakan dengan memiliki kas berlebih perusahaan dapat menggunakannya untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Rosdini (2009), Thanatawee (2011), Lucyanda dan Lilyana (2012) dan Paramita (2015) menemukan *free cash flow* berpengaruh positif pada *dividend payout ratio*. Bila perusahaan memiliki *free cash flow* dalam jumlah besar diindikasikan mampu memberikan nominal dividen yang tinggi. Pernyataan tersebut dikemukakan dalam *free cash flow hypothesis*.

The firm life cycle theory of dividend yang dikemukakan Bulan dan Subramanian (2009) bahwa kebijakan dividen yang optimal dari sebuah perusahaan bergantung pada tahapan hidup perusahaan. Siklus hidup perusahaan dimulai pada tahap *start up*, tahap *growth*, tahap *mature* dan tahap *decline*). Gup dan Agrawal (1996) menjelaskan tahap *start up* atau tahap *pioneering* merupakan tahap awal (*introduction*) ditandai dengan biaya pemasaran dan pengembangan produk tinggi, penjualan masih tergolong rendah, dan masih mengalami kerugian

yang berakibat pada tidak tersedianya *free cash flow* dalam perusahaan sehingga tidak ada pembayaran dividen.

Tahap selanjutnya adalah tahap *growth*, perusahaan pada tahap *growth* tergolong memiliki tingkat pembayaran dividen yang rendah serta memiliki pertumbuhan penjualan cenderung meningkat (Sari, 2015). Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa sedikitnya jumlah *free cash flow* diperusahaan yang berdampak pada pembayaran dividen yang rendah. Murhadi (2008) menyatakan perusahaan yang sedang berada pada tahap pertumbuhan tinggi, memerlukan sumber modal dalam jumlah besar untuk membiayai aktivitas operasinya.

Menurut Sumarto (2007) menyatakan ketika perusahaan berada di tahap *maturity*, memiliki pendapatan yang tergolong tinggi, di sisi lain kebutuhan untuk menyimpan dana tergolong rendah maka nominal dividen yang dibayar dapat ditingkatkan. Perusahaan yang berada pada tahap *mature* mempunyai kesempatan investasi yang rendah atau tidak memerlukan dana untuk melakukan investasi baru, sehingga perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi. Artinya perusahaan dapat membayar dividen dikarenakan adanya *free cash flow* yang tinggi.

Tahap terakhir adalah tahap *decline* ditandai dengan penurunan penjualan dan profit sehingga berdampak pada terjadinya kerugian dan pembayaran dividen dihentikan (Pashley dan Philippatos, 1990). Tahapan atau fase yang dihadapi oleh perusahaan tidak harus sama, artinya kapan dialami dan berapa lama masing-masing fase dapat dilewati dapat berbeda (Endiana, 2012). *The firm life cycle theory of dividend* menjelaskan bahwa pembayar dividen adalah perusahaan yang

matang yang ditandai dengan adanya pembayaran dividen yang optimal, sementara perusahaan yang sedang berada pada masa muda ditandai dengan pertumbuhan tinggi dan cenderung tidak melakukan pembayaran dividen.

Motivasi penelitian yang pertama adalah memberikan bukti empiris baru dengan melakukan pengujian lebih spesifik mengenai pengaruh *free cash flow* perusahaan tahap *growth* dan *mature* pada kebijakan dividen. Kedua, masih terbatasnya penelitian mengenai *free cash flow* yang dikaitkan dengan kebijakan dividen. Susilawati (2010) menyatakan di Indonesia, perusahaan yang *listing* tidak diatur untuk melaporkan jumlah *free cash flow* yang ada di dalam perusahaan. Misalnya saja Negara Amerika Serikat yang telah memiliki badan independen bernama *Value Line Investment Survey*. Badan independen tersebut mempublikasikan jumlah *free cash flow* yang tersedia di masing-masing perusahaan setiap periode. Ketiga, pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan membagi sampel penelitian ke dalam siklus hidup perusahaan tahap *growth* dan tahap *mature*. Tahap *start-up* dan *decline* tidak ditemukan dalam sampel penelitian dikarenakan pada tahap tersebut tidak adanya besaran *free cash flow* karena perusahaan mengalami kerugian.

Beberapa penelitian yang menggunakan tahap *growth* dan *mature* antara lain penelitian yang dilakukan oleh Ernesta (2014), Juniarta dan Limanjaya (2005) dan Atmini (2002) yang tidak melakukan penelitian dalam tahap *start-up* dan *decline* dikarenakan keterbatasan sampel. Pashley dan Philippatos (1990) menjelaskan pada tahap *start-up*, perusahaan tidak membagikan dividen dan pada tahap *decline*, berhenti membayar dividen. Husna (2016) menemukan bahwa pada

tahap *growth* dan *mature* menunjukkan perusahaan telah menerapkan kebijakan dividen. Hal ini ditandai dengan perusahaan pada tahap *growth* cenderung lebih kuat mengikuti teori dividen residual dibandingkan perusahaan pada tahap *mature*. Jayanti (2009) menggunakan tahap *growth* dan *mature* dalam penelitian yang membahas teori keagenan. Dikemukakan bahwa teori keagenan menyebut bahwa kebijakan dividen dapat mengurangi biaya keagenan dan mengurangi konflik keagenan.

Adapun alasan pemilihan periode penelitian karena merupakan periode waktu mulai berlakunya Undang-undang mengenai Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Disahkannya undang-undang tersebut memberikan jaminan proteksi yang lebih baik untuk para investor. Hal ini karena Indonesia dikategorikan negara *civil law* serta memiliki proteksi investor yang lemah (Porta *et al.*, 2000). Porta *et al.* menegaskan bahwa investor yang terproteksi secara baik tentu bersedia menerima jumlah pembayaran dividen yang rendah dari perusahaan yang memiliki pertumbuhan cukup tinggi. Keyakinan investor pada perusahaan tersebut bahwa di masa mendatang perusahaan mampu menghasilkan pembayaran dividen yang lebih tinggi. Uraian latar belakang diatas sebagai acuan dalam merumuskan permasalahan yang diangkat yaitu bagaimana pengaruh *free cash flow* saat tahap *growth* dan *mature* pada kebijakan dividen. Tujuan penelitian adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh *free cash flow* saat tahap *growth* dan *mature* pada kebijakan dividen. Adapun kegunaan penelitian yang ditinjau dari kegunaan teoritis diharapkan mampu menyumbangkan bukti empiris mengenai teori agensi, *bird in the hand theory*, dan *the firm life cycle theory of dividend* dalam

menjelaskan pengaruh *free cash flow* perusahaan tahap *growth* dan *mature* pada kebijakan dividen. Kegunaan praktis penelitian yaitu diharapkan mampu memberikan pertimbangan dalam rapat umum pemegang saham mengenai keputusan pembagian dividen yang akan dilakukan pada setiap siklus hidup perusahaan.

Berdasarkan teori keagenan, terjadinya *conflict of interest* antara pemilik dan pengelola perusahaan salah satunya dapat diminimalkan dengan pembayaran dividen. Sesuai dengan *bird in the hand theory* yang mengemukakan investor lebih menyukai pembayaran dividen jika dibandingkan dengan *capital gain*. *The firm life cycle theory of dividend* menyatakan bahwa kebijakan dividen optimal dari sebuah perusahaan bergantung pada tahapan hidup perusahaan. Kebijakan dividen mulai diterapkan pada tahap *growth* atau tahap pertumbuhan (Husna, 2016).

Abbasali dan Kobra (2013) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi cenderung lebih sedikit dalam membagikan dividen. Stice *et al* (2009:287) menyatakan bahwa perusahaan yang sedang tumbuh (*growth*), membutuhkan kas dalam jumlah yang besar untuk melakukan perluasan modal. Juniarti dan Limanjaya (2005) menyatakan bahwa pembayaran dividen yang rendah dapat dihubungkan dengan tahap siklus hidup awal perusahaan, karena perusahaan membutuhkan dana untuk mengembangkan pangsa pasar dan mendanai investasi.

Owen dan Yawson (2009) menjelaskan perusahaan muda (*young*) direpresentasikan oleh jumlah *free cash flow* yang tergolong rendah. Brush *et al*.

(2000) menemukan bahwa perusahaan dengan kelebihan kas yang ada saat masa pertumbuhan lebih diprioritaskan untuk menambah kinerja perusahaan. Besarnya *free cash flow* pada tahap *growth* ditafsir masih tergolong rendah karena kas perusahaan masih difokuskan untuk keperluan pendanaan dan investasi (Erviana, 2012). Kondisi tersebut dapat berdampak pada rendahnya penerimaan dividen yang diterima pemegang saham. Hipotesis penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Rosdini (2009), Thanatawee (2011), Lucyanda dan Lilyana (2012), Paramita (2015), Suartawan dan Yasa (2016) yang mengemukakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

H₁: *free cash flow* di tahap *growth* berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

Berdasarkan teori keagenan, terjadinya *conflict of interest* antara pemilik dan pengelola perusahaan salah satunya dapat diminimalkan dengan pembayaran dividen. Sesuai dengan *bird in the hand theory* yang mengemukakan investor lebih menyukai pembayaran dividen jika dibandingkan dengan *capital gain*. *The firm life cycle theory of dividend* bahwa 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 dan Ramesh (1992), perusahaan yang telah masuk dalam tahap *mature* dideskripsikan dengan jumlah dividen yang lebih tinggi diterima oleh pemilik perusahaan dan semakin rendahnya pertumbuhan penjualan. Tahap *mature* adalah tahap terlama dari siklus hidup perusahaan (Diah, 2009). Stice *et al.* (2009:287) mendeskripsikan perusahaan

pada tahap *mature* adalah perusahaan yang telah berhenti bertumbuh dan sedang mempertahankan posisinya, serta mempunyai arus kas operasi yang cukup dalam hal membiayai pembaharuan aset jangka serta membayar dividen kepada pemegang saham.

De Angelo *et al.* (2006) mengemukakan pembayaran dividen dilakukan saat perusahaan berada di tahapan *mature*. Perusahaan pada tahap *mature* memiliki kesempatan untuk berkembang yang tergolong rendah serta tingkat keuntungan yang didapat tergolong tinggi. Penelitian sebelumnya dilakukan oleh Thanatawee (2011) serta El-Ansary dan Gomaa (2012) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki keuntungan yang tinggi memiliki ciri *free cash flow* dan *retained earnings to total equity (RE/TE)* yang tinggi akan cenderung membayarkan dividen lebih tinggi. Owen dan Yawson (2009) menjelaskan perusahaan pada tahap *mature* direpresentasikan dengan jumlah *free cash flow* yang besar. Kondisi perusahaan yang menghasilkan banyak kas dari aktivitas operasinya dan memiliki kas sisa yang digunakan untuk membayar dividen, hal tersebut sejalan dengan *free cash flow hypothesis* mengenai perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi tentu mampu membayar dividen yang tinggi.

Penelitian yang dilakukan Kumalasari (2008) menemukan *free cash flow* berhubungan positif pada besaran dividen. Pernyataan tersebut membuktikan bila masalah keagenan meningkat maka perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang tinggi, yang akibatnya perusahaan harus membayar dividen yang lebih besar kepada pemegang saham untuk menurunkan masalah keagenan. Penelitian yang dilakukan Dewi (2015) menunjukkan bahwa siklus hidup perusahaan dan *free*

cash flow memiliki pengaruh positif pada kebijakan dividen, artinya semakin dewasa fase siklus hidup sebuah perusahaan maka, pembayaran dividen semakin tinggi. Searah dengan *free cash flow* yang tinggi juga meningkatkan kecenderungan perusahaan membayar dividen lebih tinggi. Hipotesis penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Rosdini (2009), Lucyanda dan Lilyana (2012), dan Paramita (2015), Tijjani dan Sani (2016) menemukan *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

H₂: *free cash flow* di tahap *mature* berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Penelitian difokuskan di sektor *property*, *real estate*, dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2015. Jenis data yang terdapat di penelitian ini adalah data kuantitatif dan data kualitatif. Data kuantitatif dalam penelitian ini merupakan laporan tahunan perusahaan di sektor *property*, *real estate*, dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015. Data kualitatif dalam penelitian ini merupakan daftar nama-nama perusahaan pada sektor *property*, *real estate*, dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sumber data penelitian merupakan data sekunder yang terdiri dari data-data keuangan dari laporan tahunan perusahaan di sektor *property*, *real estate*, dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015 dan laporan keuangan triwulan II tahun 2016 untuk melihat pembagian dividen atas laba bersih tahun 2015 melalui *website* www.idx.co.id. Obyek penelitian ini antara lain: kebijakan dividen, *free cash flow*, siklus hidup perusahaan sebagai klasifikasi sampel

menjadi dua sampel besar yaitu yaitu *growth stage* dan *mature stage*. Variabel dependen penelitian adalah kebijakan dividen (Y). Kebijakan dividen diproksikan dengan *dividend payout ratio*.

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

DPR = *Dividend payout ratio*

DPS = *Dividend per Share*

EPS = *Earning per Share*

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *free cash flow* (X). Ross *et al.* (2000) dalam Aqlia (2016) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap.

$$FCF = \frac{CFO - (NCE + CWC)}{TA} \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

FCF = *Free cash flow*

CFO = *Cash flow from operations*

NCE = *Net capital expenditure* (pengeluaran modal bersih)
= nilai perolehan aktiva tetap akhir – nilai perolehan aktiva tetap awal

CWC = *Changes in working capital* (perubahan modal kerja)
= modal kerja akhir tahun – modal kerja awal tahun
= $(AL_t - HL_t) - (AL_{t-1} - HL_{t-1})$

AL = *Aktiva lancar*

HL = *Hutang lancar*

TA = *Total asset*

Metode pengklasifikasian siklus hidup dalam penelitian ini berdasarkan metode klasifikasi model Gumantri dan Puspitasari (2005:48) dalam Ayuningtyas (2010). Metode pengklasifikasian dengan menghitung rata-rata pertumbuhan

penjualan selama 5 (lima) tahun. Berikut adalah perhitungan pertumbuhan penjualan per tahun (Endiana, 2012).

$$PP = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100\% \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan:

PP = Pertumbuhan Penjualan

P_t = Penjualan saat t

P_{t-1} = Penjualan saat t-1

Setelah memperoleh hasil rata-rata pertumbuhan penjualan selama 5 (lima) tahun, kemudian hasil perhitungan tersebut dijadikan dasar dalam pengelompokan siklus hidup perusahaan sesuai dengan kriteria Gumantri dan Puspitasari (2005:48) dalam Ayuningtyas (2010) pada Tabel 2.

Tabel 2.
Kriteria Pengklasifikasian Siklus Hidup Perusahaan

Siklus Hidup Perusahaan	Rata-rata Pertumbuhan Penjualan (selama 5 tahun)
<i>Start-up</i>	> 40%
<i>Growth</i>	20% - 40%
<i>Mature</i>	1% - 20%
<i>Decline</i>	< 1%

Sumber: Gumantri dan Puspitasari (2005:48) dalam Ayuningtyas (2010)

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan di sektor *property*, *real estate*, dan *building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 yang berjumlah 47 perusahaan. Metode penentuan sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah metode *non-probability sampling* dengan teknik *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan membagikan dividen tunai secara berturut turut selama tahun 2011-2015. Jumlah sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 20 perusahaan *property*, *real estate*, dan *building*

construction. Namun, karena terdapat 6 perusahaan yang mengandung data *outlier* maka jumlah perusahaan yang dianalisis sebanyak 14 perusahaan dengan periode pengamatan selama lima tahun, sehingga jumlah pengamatan sebanyak 70 observasi. Sampel penelitian yang berjumlah 14 perusahaan *property, real estate*, dan *building construction* terbagi menjadi dua siklus hidup perusahaan yaitu 8 perusahaan berada pada tahap *growth* dan 6 perusahaan berada pada tahap *mature*.

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode observasi non partisipan yaitu peneliti dapat melakukan observasi sebagai pengumpulan data tanpa ikut terlibat dari fenomena yang diamati. Penelitian ini menggunakan teknik analisis data regresi linear sederhana. Adapun persamaan penelitian adalah sebagai berikut.

1) Untuk menguji pengaruh *free cash flow* saat tahap *growth* pada kebijakan dividen

$$\text{Model I: } DPR_i = \alpha_0 + \alpha_1 FCF + e \dots \dots \dots (4)$$

2) Untuk menguji pengaruh *free cash flow* saat tahap *mature* pada kebijakan dividen

$$\text{Model II: } DPR_i = \beta_0 + \beta_1 FCF + e \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan:

- DPR_i = *Dividend Payout Ratio* perusahaan i
- FCF = *Free Cash Flow*
- α₀, β₀ = Koefisien konstanta
- α₁ = Koefisien variabel independen pada tahap *growth*
- β₁ = Koefisien variabel independen pada tahap *mature*
- e = Standar error

HASIL DAN PEMBAHASAN

Perlunya melakukan pengujian statistik deskriptif diperuntukkan dalam menganalisis data dengan memberikan deskripsi mengenai nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi (Ghozali, 2016:19). Hasil uji statistik deskriptif dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3.
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<i>Tahap Growth</i>					
DPR	40	0,044	0,326	0,195	0,084
FCF	40	-0,247	0,240	0,030	0,106
<i>Tahap Mature</i>					
DPR	30	0,086	1,201	0,370	0,245
FCF	30	-0,182	0,190	0,013	0,106

Sumber: Output SPSS, 2016

Tabel 3. menjelaskan nilai *mean* variabel DPR tahap *growth* sebesar 0,195 dan bernilai positif, artinya bahwa rata-rata perusahaan *property, real estate, dan building construction* selama 2011-2015 mengalokasikan 19,5 persen laba yang diperoleh digunakan untuk pembayaran dividen kepada pemegang saham. Variabel FCF pada tahap *growth* memiliki nilai *mean* FCF sebesar 0,030 atau 3 persen dan bernilai positif, hal tersebut berarti rata-rata kelebihan kas yang sudah tidak digunakan dalam aktivitas operasi dan investasi dan penggunaannya dapat dialokasikan untuk pembayaran dividen perusahaan *property, real estate, dan building construction* tahun 2011-2015 sebesar 3 persen.

Pada tahap *mature*, nilai *mean* variabel DPR sebesar 0,370 atau 37 persen menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan *property, real estate, dan building construction* selama periode 2011-2015 mengalokasikan 37 persen laba yang diperoleh digunakan untuk pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Variabel FCF pada tahap *mature*, memiliki nilai rata-rata FCF sebesar 0,013 atau 1,3 persen menunjukkan bahwa rata-rata kelebihan kas perusahaan *property, real estate*, dan *building construction* tahun 2011-2015 sebesar 1,3 persen.

Pengujian asumsi klasik meliputi: (1) uji normalitas, (2) uji autokorelasi, (3) uji multikolinieritas dan (4) uji heteroskedastisitas. Penelitian ini tidak menggunakan uji multikolinieritas karena jumlah variabel independen hanya satu sehingga tidak perlu diuji korelasi antar variabel independen.

Tabel 4.
Hasil Uji Normalitas

		Unstandardized Residual
Model Growth		
N		40
Kolmogorov-Smirnov Z		0,823
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,508
Model Mature		
N		30
Kolmogorov-Smirnov Z		0,741
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,642

Sumber: Output SPSS, 2016

Pada Tabel 4. menunjukkan hasil uji normalitas dari penelitian ini. Sesuai dengan kriteria pengujian pada tahap *growth* dan *mature*, *asymp. sig. (2-tailed)* lebih besar dari 0,05. Artinya kedua model regresi yaitu tahap *growth* dan *mature* dalam penelitian ini berdistribusi normal.

Tabel 5.
Hasil Uji Autokorelasi

Model	DW Test	Kriteria Pengujian	Keterangan
<i>Growth</i>	1,660	$dU < DW < 4-dU$	Tidak terjadi autokorelasi
<i>Mature</i>	1,926	$dU < DW < 4-dU$	Tidak terjadi autokorelasi

Sumber: Output SPSS, 2016

Tabel 5. menunjukkan hasil pengujian autokorelasi dari penelitian ini. Penelitian pada tahap *growth*, memiliki observasian sebanyak 40 dan hanya menggunakan satu variabel bebas, maka berdasar pada Tabel DW diperoleh nilai

d_U sebesar 1,544 dan nilai $4-d_U$ sebesar 2,456. Nilai DW pada tahap *growth* sebesar 1,660 berada di antara nilai d_U dan nilai $4-d_U$ maka, model regresi pada tahap *growth* tidak terjadi autokorelasi. Pada tahap *mature*, memiliki observasian sebanyak 30 dan hanya menggunakan satu variabel bebas, maka berdasarkan Tabel DW diperoleh nilai d_U sebesar 1,489 dan nilai $4-d_U$ sebesar 2,511. Nilai DW pada tahap *mature* sebesar 1,926 berada di antara nilai d_U dan nilai $4-d_U$ maka, model regresi tahap *mature* tidak terjadi autokorelasi.

Tabel 6.
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	Sig.	Kriteria Pengujian	Keterangan
<i>Growth</i>	0,252	$sig > 0,05$	Tidak terjadi heteroskedastisitas
<i>Mature</i>	0,482	$sig > 0,05$	Tidak terjadi heteroskedastisitas

Sumber: Output SPSS, 2016

Hasil uji heteroskesastisitas dapat dilihat pada Tabel 6. yang menunjukkan pada siklus *growth* dan *mature* memperoleh tingkat signifikansi lebih dari 0,05. Artinya kedua model regresi yaitu tahap *growth* dan *mature* tidak terjadi heteroskedastisitas.

Hasil pengujian hipotesis terlihat pada Tabel 7. yang terbagi menjadi dua siklus hidup perusahaan yaitu tahap *growth* dan tahap *mature*. Model regresi pertama menjelaskan pengaruh *free cash flow* saat tahap *growth* pada kebijakan dividen memiliki nilai *R Square* sebesar 0,119 berarti variabilitas variabel kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel *free cash flow* saat tahap *growth* sebesar 11,9 persen sedangkan sisanya 88,1 persen dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan dalam model. Model regresi kedua menjelaskan pengaruh *free cash flow* saat tahap *mature* pada kebijakan dividen

memiliki nilai *R Square* sebesar 0,204 berarti variabilitas variabel kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel *free cash flow* saat tahap *mature* sebesar 20,4 persen sedangkan sisanya 79,6 persen dijelaskan oleh variabel lainnya yang tidak dimasukkan dalam model.

Tabel 7.
Hasil Analisis Regresi Linear Sederhana

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
<i>Growth</i>					
Constant	0,187	0,013		14,105	0,000
FCF	0,274	0,121	0,345	2,262	0,029
<i>R Square</i>	0,119				
F Hitung	5,119				
<i>Mature</i>					
Constant	0,357	0,041		8,696	0,000
FCF	1,044	0,390	0,451	2,675	0,012
<i>R Square</i>	0,204				
F Hitung	7,156				

Sumber: Output SPSS, 2016

Berdasarkan Tabel 7., maka persamaan yang dapat di bentuk adalah sebagai berikut.

$$1) \text{ tahap } growth: DPR = 0,187 + 0,274FCF + e$$

$$2) \text{ tahap } mature: DPR = 0,357 + 1,044FCF + e$$

Keterangan:

DPR = *dividend payout ratio*

FCF = *free cash flow*

Pada Tabel 7. tahap *growth* memiliki nilai konstanta sebesar 0,187 dan koefisien regresi variabel *free cash flow* sebesar 0,274 yang menunjukkan bahwa setiap meningkatnya nilai *free cash flow* sebesar Rp.1 menyebabkan meningkatnya jumlah dividen yang dibayarkan sebesar Rp. 0,274. Tingkat signifikansi yang diperoleh pada tahap *growth* sebesar 0,029 lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Artinya bahwa *free cash flow* saat tahap *growth* memiliki

pengaruh positif pada kebijakan dividen. Jadi dapat disimpulkan hipotesis satu dalam penelitian ini diterima. Pernyataan tersebut berarti meningkatnya jumlah *free cash flow* di dalam perusahaan, maka meningkat pula nominal dividen yang diterima pemegang saham. Hasil yang diperoleh penelitian ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yaitu Rosdini (2009), Thanatawee (2011), Lucyanda dan Lilyana (2012), Paramita (2015), Suartawan dan Yasa (2016).

Perusahaan pada tahap *growth* dengan kemampuannya membayar dividen tentu memperoleh apresiasi yang baik dari investor, sehingga perusahaan akan meningkatkan kinerjanya untuk memberikan kepercayaan bahwa kondisi keuangan perusahaan berada dalam posisi baik. Brush *et al.*, (2002) membuktikan bahwa perusahaan dengan kelebihan kas yang tersedia saat masa pertumbuhan lebih diprioritaskan untuk menambah kinerja perusahaan, sehingga pembagian dividen pada tahap *growth* masih tergolong rendah. Megginson (1997) dalam Murhadi (2008), serta Roring dan Ronni (2014) mengemukakan bahwa perusahaan pada tahap pertumbuhan cenderung membayar dividennya lebih sedikit kepada pemegang saham. Kondisi tersebut terlihat pada Tabel 3. yang menunjukkan rata-rata alokasi laba untuk pembayaran dividen sebesar 19,5 persen, lebih rendah dari rata-rata pembagian dividen pada tahap *mature* sebesar 37 persen. Rendahnya besaran dividen yang dibagikan pada tahap *growth* menandakan bahwa kas perusahaan masih difokuskan untuk keperluan operasi dan investasi perusahaan. *Free cash flow* yang tersedia di dalam perusahaan menjadi salah satu sumber dana yang diperuntukkan sebagai dana dalam pembayaran dividen. Saat perusahaan berada dalam tahap *growth*, perusahaan

dideskripsikan membutuhkan kas dalam jumlah yang besar untuk melakukan perluasan modal. Kondisi tersebut dikarenakan perusahaan telah memperoleh pangsa pasar serta mampu menghasilkan arus kas operasi bernilai positif. Kesempatan pertumbuhan yang tinggi akan memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk memperoleh proyek-proyek yang memiliki nilai NPV positif, yang akhirnya akan membawa manajer untuk berinvestasi sehingga jumlah *free cash flow* yang ada dalam kendali manajemen terdistribusi pada proyek investasi yang menguntungkan perusahaan. Meskipun membagikan dividen dalam jumlah yang rendah, investor yang diproteksi secara baik tentu menerima rendahnya nominal dividen dari perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi (Porta *et al.*, 2000).

Hasil uji pada Tabel 7. menjelaskan pada tahap *mature* menunjukkan nilai konstanta sebesar 0,357 dan koefisien regresi variabel *free cash flow* sebesar 1,044 yang menunjukkan bahwa adanya peningkatan *free cash flow* sebesar Rp. 1 berakibat pada meningkatnya jumlah dividen yang dibayarkan sebesar Rp. 1,044. Tingkat signifikansi yang diperoleh pada tahap *mature* sebesar 0,012, lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05. Artinya bahwa *free cash flow* saat tahap *mature* memiliki pengaruh positif pada kebijakan dividen. Jadi dapat disimpulkan hipotesis dua dalam penelitian ini diterima. Pernyataan tersebut berarti meningkatnya jumlah *free cash flow* di dalam perusahaan, maka meningkat pula nominal dividen yang diterima pemegang saham. Hasil penelitian ini mendukung *free cash flow hypothesis* yang menjelaskan perusahaan dengan *free cash flow* yang tergolong tinggi tentu mampu membayar dividen yang tinggi (Jensen, 1986).

Hasil yang diperoleh penelitian ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yaitu Kumalasari (2008), Thanatawee (2011), El-Ansary dan Gomaa (2012), serta Dewi (2015).

Hasil penelitian ini memberikan bukti empiris mengenai teori agensi yang menyebutkan bahwa adanya *conflict of interest* disebabkan apabila di dalam perusahaan terdapat kelebihan *cash flow*. Kondisi tersebut dapat menimbulkan adanya *agency cost* yang dapat diminimalkan dengan cara mendistribusikan *free cash flow* dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Adanya pembagian dividen dalam cara meminimalkan *free cash flow* didukung dengan *bird in the hand theory* yang menjelaskan bahwa pemegang saham lebih menyukai bila perusahaan melakukan pembayaran dividen dibandingkan menunggu *capital gain*. Pembagian dividen berkaitan dengan siklus hidup perusahaan. *The firm life cycle theory of dividend* menyebutkan pembayar dividen merupakan perusahaan yang telah matang, memiliki kesempatan investasi yang rendah sehingga adanya kelebihan *cash flow* dibagikan dalam bentuk dividen. De Angelo *et al.* (2006), Grullon *et al.* (2002), Murhadi (2008), Djumahir (2010) serta Ratmono dan Indriyani (2015) mengemukakan bahwa perusahaan pada tahap *mature* telah melakukan pembayaran dividen. Perusahaan tahap *mature* dideskripsikan memiliki kesempatan berkembang yang rendah dan arus kas bebas yang dimiliki dalam jumlah besar sehingga pada tahap *mature* perusahaan membayar dividen dalam jumlah yang tinggi. Penelitian ini membuktikan bahwa pembayaran dividen pada tahap *mature* lebih besar dari tahap *growth* hal ini terlihat pada Tabel 3.

bahwa rata-rata DPR pada tahap *mature* sebesar 37 persen sedangkan pada tahap *growth* sebesar 19,5 persen.

Bagi perusahaan yang telah stabil biasanya dapat memprediksi laba ditahan-tahun yang akan datang sehingga perusahaan optimis untuk mengumumkan dividen yang tinggi. Perusahaan pada tahap *mature* masih melakukan pengeluaran investasi berupa ekspansi usaha, sehingga masih membutuhkan kas internal tetapi tidak sebesar kebutuhan kas pada tahap *growth*.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan pada rumusan masalah serta hasil pengujian hipotesis maka, diperoleh simpulan adalah bahwa pada kedua tahap siklus hidup perusahaan yaitu *growth stage* dan *mature stage*, variabel *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen perusahaan *property, real estate, dan building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

Saran yang dapat diberikan bagi investor khususnya investor yang tidak menyukai risiko (*risk averse*) agar lebih cermat memilih perusahaan sebagai tempat berinvestasi dengan melihat besaran *free cash flow* yang tersedia di perusahaan. Adanya jumlah *free cash flow* yang tinggi mengindikasikan pembagian dividen yang tinggi yang kemudian dikaitkan dengan siklus hidup perusahaan. Perlunya mengaitkan kebijakan dividen dengan siklus hidup perusahaan karena siklus hidup perusahaan mencerminkan tumbuh atau tidaknya suatu perusahaan. Misalnya, investor menginvestasikan dananya di perusahaan yang sedang berada di tahap *mature*, seperti yang diketahui perusahaan pada tahap

mature lebih pasti dalam membayar dividen dan besaran dividen yang diterima tergolong tinggi.

Penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan sektor-sektor yang lain sebagai lokasi penelitian agar hasil dari penelitian lebih spesifik bila berfokus menggunakan satu sektor. Selain itu, untuk mengetahui bagaimana pengaruh *free cash flow* di setiap siklus hidup perusahaan pada kebijakan dividen di sektor-sektor lain. Dikarenakan tidak tercapainya sampel di tahap *start-up* dan *decline* menjadi keterbatasan penelitian dalam menjelaskan siklus hidup perusahaan sehingga penelitian selanjutnya diharapkan mendapatkan sampel pada tahap *start-up* dan *decline* sehingga hasil yang diperoleh lebih akurat di setiap siklus hidup perusahaan. Selain itu, agar memperpanjang periode pengamatan menjadi lebih dari lima tahun untuk lebih membuktikan lagi bagaimana pengaruh *free cash flow* di setiap siklus hidup perusahaan pada kebijakan dividen. Ditemukannya nilai *R Square* yang tergolong rendah pada tahap *growth* dan *mature* yaitu dibawah 50 persen maka, penelitian selanjutnya dapat menambah variabel yang dapat lebih menjelaskan pengaruh *free cash flow* di setiap siklus hidup perusahaan pada kebijakan dividen agar angka *R Square* yang didapat lebih tinggi.

REFERENSI

- Abbasali, P., dan Kobra, G. 2013. Effects Of Lifecycle and Free Cash Flow On Dividend Policy In Industries (Case Study: Steel, Automotive And Pharmaceutic Industries).
- Anthony, J.H. dan Ramesh, K. 1992. Association Between Accounting Performance Measures and Stock Prices. *Journal Accounting and Economics*, 15(-): 203 - 227.
- Aqlia R, Wibyv. 2016. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, dan Sales Growth terhadap Dividend Policy

pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Yogyakarta.

- Ariefka. 2015. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Set Kesempatan Investasi, Leverage dan Aliran Kas terhadap Kebijakan Dividen. *Tesis*. Program Magister Manajemen, Universitas Gadjah Mada.
- Atmini, Sari. 2002. Asosiasi Siklus Hidup Perusahaan dengan Incremental Value-Relevance Informasi Laba dan Arus Kas.
- Ayuningtyas, M.N. 2010. Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap *Dividend payout* dalam kaitannya dengan Siklus Hidup Perusahaan. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi, Universitas Sebelas Maret.
- Bradley, Michael, Dennis R. Capozza dan Paul J. Seguin. 1998. Dividend Policy and Cash Flow Uncertainty. *Real Estate Economics*, 26(4): 555 - 580.
- Brush, T.H., Bromiley, P. dan Margaretha, H. 2000. The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 21(-): 455 - 472.
- Bulan, L. T. dan Subramanian, N. 2009. The Firm Life Cycle Theory of Dividend. *Business dan Economics*: Chapter 14 dividends and dividend policy book.
- Crutchley, C. E. dan Hansen, R.S. 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends. *Financial Management*, 18(4): 36 - 46.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., dan Stulz, R. 2006. Dividend Policy and The Earned or Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81(-): 227 - 254.
- Dewi, A.K. 2015. Siklus Hidup Perusahaan, Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga.
- Diah, U.P. 2009. Relevansi Nilai Laba dan Arus Kas: Studi Siklus Hidup Perusahaan (Metode Cash Flow Patterns). *Skripsi*. Fakultas Ekonomi, Universitas Sebelas Maret.
- Djumahir. 2009. Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 11(2): 144-153.
- El-Ansary, O. dan Gomaa, T. 2012. The Life Cycle Theory of Dividends. *International Research Journal of Finance and Economics*, 97(-): 72-80

- Endiana, M. 2012. Pengaruh Pertumbuhan Penjualan di Setiap Siklus Hidup pada Hubungan IOS dengan Dividen Tunai. *Tesis* tidak dipublikasikan. Magister Program Studi Akuntansi, Universitas Udayana.
- Ernesta, Diana. 2014. Informasi Laba, Pembagian Dividen, dan Harga Saham dalam Kaitannya dengan Siklus Hidup Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Manajemen Esa Unggul*, 2 (1): 42 - 55.
- Erviana, W. 2012. Analisis Hubungan Tahap Siklus Hidup dan Ukuran Perusahaan terhadap Pembayaran Pajak Penghasilan Perusahaan. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
- Firdaus, N. 2012. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan Berdasarkan Siklus Hidup (Studi pada Perusahaan Manufaktur, IT dan Multimedia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2010). *Skripsi*. Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik, Universitas Indonesia.
- Ghozali, I. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariete dengan Program IBM SPSS 23 Edisi 8*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Grullon, G., Roni M., dan Bhaskaran S. 2002. Are Dividend Changes A Sign of Firm Maturity? *The Journal of Business*, 75(3): 387- 424.
- Gup, Benton. E dan P. Agrawal, 1996, The Product Life Cycle: A Paradigm for Understanding Financial Management, *Financial Practice and Education* 41 - 48.
- Husna, F. 2016. Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Perusahaan yang Berada pada Tahap Growth dan Mature. *Tesis*. Program Magister Manajemen, Universitas Gadjah Mada.
- Jayanti, Esih. 2009. Firms Life cycle, Biaya Keagenan, Kebijakan Dividen dan kebijakan Hutang: Studi pada Bursa Efek Indonesia.
- Jensen, M.C. dan Meckling, W.H. 1976. Theory Of The Firm, Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*, 3(4): 305 - 366.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2): 323 - 329.
- Juniarti dan Limanjaya, R. 2005. Mana yang Lebih Memiliki Value-Relevant: Net Income atau Cash Flows (Studi Terhadap Siklus Hidup Organisasi). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 7(1): 22 - 42.

- Kaen, Fred R. 2003. *A Blue Print For Corporate Governance*. New York: American Management Assosiation.
- Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt dan Terry D. Warfield. 2008. *Akuntansi Intermediate Edisi Keduabelas Jilid 2 Dialih Bahasa oleh Emil Salim*. Jakarta: Erlangga.
- Kumalasari. 2008. Pengaruh Agency Costs Terhadap Besar Dividen Perusahaan Real Estate and Property, Hotel and Travel Services, Insurance, Others yang Listing di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi, Universitas Airlangga.
- Lucyanda, J. dan Lilyana. 2012. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 4(2): 129 - 138.
- Mulyati, Sri. 2003. Reaksi Harga Saham Terhadap Perubahan Dividend Yield di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Siasat Bisnis*, 2(8): 233 - 249.
- Murhadi, W. R. 2008. Studi Kebijakan Dividen: Antecedents Dan Dampaknya Terhadap Harga Saham. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 10(1): 1 - 17.
- Owen, S. dan Yawson, A. 2010. Corporate Life Cycle and M&A Activity. *Journal of Banking & Finance*, 34(-): 427 - 440.
- Paramita, A.S. 2015. Free Cash Flow, Leverage, Besaran Dan Siklus Hidup Perusahaan: Bukti Kebijakan Deviden Di Indonesia. *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, 15(1): 169 - 181.
- Pashley, M. dan Philippatos, C. 1990. Voluntary Divestitures and Corporate Life Cycle Some Empirical Evidence. *Journal of Applied Economics*, 22(-): 1181 - 1196.
- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. dan Vishny, R. 1999. Agency Problem and Dividend Policies Around the World.
- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. dan Vishny, R. 2000. Investor Protection and Corporate Governance.
- Ratmono, D. dan Indriyani, D. 2015. Determinan Kebijakan Dividen Perusahaan: Pengujian Terhadap Teori Siklus Hidup. *Jurnal Dinamika Ekonomi*, 7(1): 52-62.

- Roring, R. dan Ronni, S. 2014. Pengaruh Biaya Agensi dan Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen pada Industri Manufaktur. *FINESTA*, 2(2): 63 - 67.
- Rosdini, Dini. 2009. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio. *Working Paper in Accounting and Finance*. Universitas Padjadjaran.
- Sartono, Agus. R. 2014. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi 4*. Yogyakarta: BPFE.
- Stice, Earl K., James D. Stice dan K. Fred Skousen. 2009. *Intermediate Accounting Buku 1 Edisi 16 Dialih Bahasa oleh Ali Akbar*. Jakarta: Salemba Empat.
- Suartawan, A. dan Yasa, G.W. 2016. Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 11(2): 63 -73
- Suharli, Michell. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi Keuangan*, 9 (1): 9 - 17.
- Sumarto. 2007. Anteseden dan Dampak dari Kebijakan Dividen beberapa Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Riset Ekonomi dan Bisnis*, 7 (1): 1 – 16.
- Susilawati, A.E. 2010. Analisis Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Ekonomi MODERNISASI*, 6(2): 109 - 129.
- Stice, E. K., Stice, J.D., dan Skousen, F. 2009. *Intermediate Accounting Buku 1 Edisi 16 Dialih Bahasa oleh Ali Akbar*. Jakarta: Salemba Empat.
- Thanatawee, Y. 2011. Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*, 2(2): 52 - 60.
- Tijjani, B. dan Sani, A. 2016. An Empirical Analysis of Free Cash Flow and Dividend Policy in the Nigerian Oil and Gas Sector. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(12): 154 - 160.
- Widanaputra, A.A.G.P dan Ratnadi, D. 2008. Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kos Keagenan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis*, 3(2): 1 - 28.