

Dividend policy in indonesia: evidence from manufacturing companies

Ruwita Try Rahayu^{1*}, Harlina Meidiaswati¹

Universitas Negeri Surabaya¹, Surabaya, Indonesia

*Email korespondensi: ruwitatry.20125@mhs.unesa.ac.id

Abstract

This research attempts to identify the factors affecting dividend policy decision. The independent variables of this research are corporate governance (proxied by audit quality and board independence), investment opportunities, collateralizable assets, and company life cycle. Also previous years dividend and profitability as control variables. The population of this research is manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during 2018-2022. The sample was selected using purposive sampling methods and 62 sample companies that met the criterias were obtained. The data was analyzed using logistic regression analysis technique. This findings of this research confirm that company life cycle has a positive and significant effect on dividend policy. As companies reach the maturity stage, the propensity to pay dividends increases. Meanwhile, corporate governance, investment opportunities, and collateralizable assets do not affect dividend policy of manufacturing companies. Furthermore, the control variables previous years dividend and profitability have a positive and significant effect on dividend policy of manufacturing companies.

Keywords: collateralizable assets; company life cycle; corporate governance; dividend policy; investment opportunities.

PENDAHULUAN

Pasar modal adalah tempat di mana investor dapat melakukan kegiatan investasi. Para investor tentunya akan mengharapkan adanya keuntungan baik berupa dividen maupun *capital gain* (Wahjudi, 2020). Menurut Goldstein *et al.* (2015), perusahaan yang membagikan keuntungan dalam bentuk dividen dianggap lebih menarik. Investor umumnya lebih memilih untuk menginvestasikan dana ke dalam perusahaan yang membayar dividen. Pengembalian investasi yang teratur dan berkelanjutan menjadi salah satu bagian dasar dalam maksimalisasi kekayaan pemegang saham, sangat penting bagi perusahaan untuk memahami kebijakan pembagian dividen (Aigbovo & Evbayiro-Osagie, 2022).

Pola distribusi keuntungan kepada pemegang saham dilakukan sesuai dengan kebijakan yang ditetapkan oleh perusahaan. Tidak ada regulasi tertentu mengenai jumlah dividen yang harus dibayarkan sehingga setiap perusahaan memiliki kebijakan yang berbeda (Anggraeny *et al.*, 2020). Kebijakan dividen disebut sebagai salah satu keputusan utama dalam manajemen keuangan modern. Namun, kebijakan dividen masih dianggap menjadi salah satu area yang paling kontroversial (Epaphra & Nyantori, 2018). Kebijakan dividen seharusnya dianalisis dengan memfokuskan pada faktor-faktor yang spesifik untuk setiap perusahaan (Hunjra, 2018). Caneghem & Aerts (2013) menyatakan bahwa perusahaan dalam satu industri memiliki kecenderungan untuk mengadopsi kebijakan dividen yang serupa dengan perusahaan lain dalam industri yang sama, sehingga penelitian mengenai kebijakan dividen secara sektoral juga diperlukan.

Menurut data dari BPS, industri manufaktur dianggap menjadi pendorong utama perekonomian nasional. Hal tersebut tecermin dari konsistensi industri manufaktur dalam memberikan kontribusi paling besar pada laju pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) selama tahun 2018-2022 dengan rata-rata sebesar 19,66%. Meskipun demikian, lebih dari 50% perusahaan cenderung tidak mengalokasikan labanya kepada para pemegang saham. Berdasarkan data pada Tabel 1 di bawah terlihat bahwa sebagian besar perusahaan tidak melakukan pembayaran dividen. Rata-rata perusahaan manufaktur yang melakukan pembayaran dividen selama tahun 2018-2022 tercatat hanya sebesar 38,33% dari total 228 perusahaan sehingga diperlukan analisis lebih lanjut mengenai determinan dari

keputusan perusahaan dalam menentukan pembayaran dividen. Beberapa penelitian telah berupaya mengidentifikasi faktor penentu keputusan perusahaan dalam membayarkan dividen. Meskipun demikian, tampaknya masih belum ada gambaran yang jelas mengenai determinan kebijakan dividen (Basse *et al.*, 2023). Temuan penelitian terdahulu masih menunjukkan hasil yang kontras dan tidak konsisten (Epaphra & Nyantori, 2018).

Tabel 1.
KEPUTUSAN PEMBAYARAN DIVIDEN PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Tahun	<i>Payers</i>	<i>Non Payers</i>	Persentase yang Membayar	Persentase yang Tidak Membayar
2018	86	142	37,72%	62,28%
2019	72	156	31,58%	68,42%
2020	83	145	36,40%	63,60%
2021	96	132	42,11%	57,89%
2022	100	128	43,86%	56,14%

Sumber: www.ksei.co.id

Salah satu faktor yang memengaruhi kebijakan dividen adalah *corporate governance*. Penelitian ini menggunakan *audit quality* sebagai proksi *corporate governance* yang diukur dengan indikator *dummy variable*. Perusahaan yang diaudit oleh *KAP Big Four* diberi nilai 1, sementara perusahaan yang diaudit oleh *KAP Non Big Four* diberi nilai 0. Auditor dari *Big Four* cenderung memiliki kualitas pengungkapan lebih tinggi yang merupakan isu penting dalam tata kelola perusahaan (Mitton, 2004). Hasil penelitian sebelumnya seperti yang ditemukan oleh Setiawan & Yuyetta (2013), Sihombing & Widono (2023) menunjukkan pengaruh positif dari *audit quality* pada kebijakan dividen. Kualitas audit yang optimal tercermin melalui peningkatan pengawasan dan mitigasi konflik agensi antara *principal* dan *agent* (Setiawan & Yuyetta, 2013). Kualitas audit yang baik akan memotivasi manajemen untuk tidak bertindak secara sewenang-wenang dan mengambil keputusan secara rasional yang mengutamakan kepentingan bersama terutama dalam aspek pembagian laba kepada pemegang saham (Farooque *et al.*, 2021). Namun di sisi lain, Botoc & Pirtea (2014) menemukan tidak adanya pengaruh kualitas audit terhadap kebijakan dividen.

Corporate governance yang diproksikan menggunakan *board independence* juga dapat memengaruhi kebijakan dividen secara positif dan signifikan (Hermawan *et al.*, 2022). Proposisi *board independence* telah meningkat dalam beberapa tahun terakhir karena keharusan melindungi pemegang saham dari penyalahgunaan arus kas bebas (Sharma, 2011). *Board independence* yang lebih besar dapat meningkatkan pemantauan internal dan memfasilitasi disiplin manajemen, sehingga besarnya representasi *board independence* dalam perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kecenderungan perusahaan dalam membayar dividen. Sementara itu, Mehdi *et al.* (2017) menyatakan *board independence* memengaruhi kebijakan dividen secara negatif dan signifikan. Besarnya ukuran *board independence* dapat menimbulkan masalah seperti *free-riders* dan kelemahan lain yang akan berdampak negatif terhadap keputusan pembayaran dividen perusahaan (Sanan, 2019). Di sisi lain, Setiawan & Yuyetta (2013); Viviers *et al.* (2023) menyatakan *board independence* tidak memengaruhi kebijakan dividen.

Investment opportunities merupakan salah satu faktor yang turut memengaruhi kebijakan dividen (Brigham & Houston, 2019:535). Menurut Lai *et al.* (2021), Kisman (2020), dan Dewasiri *et al.* (2019), *investment opportunities* memberikan pengaruh yang negatif pada kebijakan dividen. Pengukuran variabel ini umumnya menggunakan rasio *market to book value*, tingginya rasio tersebut akan mengurangi kecenderungan perusahaan untuk membayar dividen (Sharma & Bakshi, 2019). Gunawan & Tobing (2018) dan Indrayati *et al.* (2021) memiliki temuan yang berbeda di mana *investment opportunities* memberikan pengaruh positif pada kebijakan dividen yang berarti besarnya peluang investasi akan meningkatkan kecenderungan perusahaan dalam mendistribusikan dividen. Di sisi lain, Singla & Samanta (2018); Nurwulandari (2020); dan Rizal & Triyanto (2021) menyatakan tidak adanya pengaruh *investment opportunities* terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan dividen erat kaitannya dengan jumlah *collateral assets* dalam perusahaan (Wahjudi, 2020). *Collateralizable assets* merujuk pada nilai keseluruhan aset yang dapat dijadikan sebagai jaminan oleh pemberi pinjaman. Hal ini sangat berguna bagi para investor karena kreditur memerlukan jaminan pada saat memberikan pinjaman. Apabila dana yang akan diberikan oleh kreditur bernilai tinggi, maka mereka membutuhkan aset sebagai pegangan untuk mengurangi risiko gagal bayar (Akbar & Ariefianto, 2023). Natalia & Kusumastuti (2017) beserta Mauris & Rizal (2021), dalam penelitiannya menyebutkan bahwa *collateralizable assets* memengaruhi kebijakan dividen secara positif dan signifikan. Tingginya *collateralizable assets* dapat menekan potensi terjadinya konflik agensi, sehingga kemungkinan perusahaan melaksanakan pembayaran dividen akan meningkat ketika nilai aset yang dapat dijaminkan perusahaan relatif tinggi. Hasil yang berbeda ditemukan oleh Rizal & Triyanto (2021) yaitu *collateralizable assets* memberikan pengaruh negatif pada kebijakan dividen. Sementara itu, Wahjudi (2020) dan Akbar & Ariefiyanto (2023) menemukan hasil yang tidak signifikan dari *collateralizable assets* pada kebijakan dividen.

Kebijakan dividen juga dapat dipengaruhi oleh *company life cycle* (Sari & Djajanti, 2021). Menurut DeAngelo *et al.* (2006), konsep *life cycle* menggambarkan perusahaan dalam tahapan *growth*, *maturity*, dan *decline*. Konsep siklus hidup perusahaan memberikan prediksi bahwa pembayaran dividen bervariasi menyesuaikan tahap siklus hidup perusahaan (Mueller, 1972). Pada tahap awal atau *growth*, perusahaan akan lebih memprioritaskan perolehan laba untuk diinvestasikan dengan harapan laba akan terus meningkat di masa depan sehingga hal tersebut akan berdampak pada keputusan perusahaan untuk tidak membagikan dividen. Sementara itu, peluang investasi pada tahap *maturity* tidak akan seagresif perusahaan yang baru tumbuh sehingga keputusan untuk membayar dividen dapat dilakukan secara rutin (Aigbovo & Evbayiro-Osagie, 2022). Singla & Samanta (2018), Susanto & Tirok (2013), dan Aigbovo & Evbayiro-Osage (2022) menemukan pengaruh yang positif dari *company life cycle* pada kebijakan dividen. Berbeda dengan temuan Munzhelele *et al.* (2021) di mana *company life cycle* memengaruhi kebijakan dividen secara negatif dan signifikan. Sementara itu, Sari & Djajanti (2021) beserta Imayanti (2013) menemukan tidak adanya pengaruh *company life cycle* terhadap kebijakan dividen.

Banyak penelitian yang telah mengkaji secara lebih rinci mengenai determinan kebijakan dividen, ditemukan inkonsistensi dan kesenjangan hasil penelitian (*research gap*). Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh corporate governance (yang diprosikan menggunakan *audit quality* dan *board independence*), *investment opportunities*, *collateralizable assets*, dan *company life cycle* terhadap kebijakan dividen.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Agency Theory

Agency theory menjelaskan hubungan antara *principal* (pemegang saham) dan *agent* (manajemen perusahaan). Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan *agency theory* sebagai konsep yang menggambarkan hubungan di mana satu atau lebih pemegang saham memanfaatkan individu lain (manajemen) untuk mengelola operasional perusahaan. Dana dan sumber daya untuk operasional perusahaan disediakan oleh pemegang saham, sementara manajemen bertanggung jawab sebagai pengelola guna memaksimalkan nilai perusahaan sesuai kepercayaan pemegang saham. Penelitian ini menggunakan teori agensi untuk menggambarkan konflik yang berkaitan dengan kebijakan dividen, yang timbul dari perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Dividen berperan sebagai mekanisme tata kelola perusahaan untuk menyelesaikan konflik agensi antara manajemen dan pemegang saham (Jensen, 1986).

Life-Cycle Theory

Mueller (1972) mengembangkan *life cycle theory* dan merumuskan hipotesis mengenai pembagian dividen, mengusulkan bahwa kebijakan dividen suatu perusahaan seharusnya bergantung pada tahapan siklus hidupnya. Perusahaan pada fase awal sebaiknya menginvestasikan laba mereka untuk tumbuh dan memperluas peluang investasi. Hal tersebut sejalan dengan apa yang diinginkan

pemegang saham, karena mereka ingin memiliki saham yang dapat menghasilkan keuntungan dengan produk yang kompetitif dan menguntungkan dalam jangka panjang. Ketika pasar mulai jenuh dan persaingan meningkat, peluang investasi yang menguntungkan akan menurun. Pada saat ini, perusahaan yang sudah matang dan besar kemungkinan memiliki arus kas yang substansial dari investasi sebelumnya. Oleh karena itu, perusahaan yang sudah matang sebaiknya melakukan pembayaran dividen (Mueller, 1972).

Kebijakan Dividen

Strategi pembayaran yang diterapkan oleh perusahaan untuk mengukur dan menetapkan pola distribusi laba kepada investor disebut dengan kebijakan dividen (Baker *et al.*, 2011). Kebijakan dividen memiliki peran krusial dalam keuangan perusahaan karena dapat memengaruhi nilai perusahaan dan laba ditahan (Prasetyanta, 2014). Penentuan alokasi laba antara pembayaran dividen atau peningkatan laba ditahan menjadi fokus utama dalam kebijakan dividen. Meskipun keputusan untuk membayar dividen dapat mengurangi jumlah laba ditahan, menahan dividen juga bisa memberi sinyal negatif atas prospek perusahaan (Buchdadi *et al.*, 2019). Penelitian ini fokus pada keputusan perusahaan dalam membayar dividen, bukan pada jumlah dividen yang dibayarkan. Sesuai dengan penelitian DeAngelo *et al.* (2006); Denis & Osobov (2008); dan Fama & French (2001), variabel kebijakan dividen diprosksikan menggunakan *dividend decision* yang direpresentasikan dengan *dummy variable*. Nilai 1 bagi perusahaan yang melaksanakan pembayaran dividen, dan nilai 0 bagi perusahaan yang tidak melaksanakan pembayaran dividen.

Corporate Governance

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD, 2004) mendefinisikan *corporate governance* sebagai sistem kontrol dan manajemen suatu perusahaan. Struktur tata kelola perusahaan mengatur hak dan kewajiban individu-individu di dalamnya seperti pemimpin, manajer, pemegang saham, dan pihak-pihak yang memiliki kepentingan, melalui peraturan dan prosedur pengambilan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas perusahaan. Penelitian ini menggunakan dua proksi untuk mengukur *corporate governance*, yaitu menggunakan *audit quality* dan *board independence*. Sandy & Lukviarman (2015) menyatakan bahwa dalam pelaksanaan *corporate governance* salah satu aspek yang sangat penting adalah kualitas audit yang memberikan informasi yang tepat dan jelas (prinsip transparansi). Sesuai dengan Botoc & Pirtea (2014) dan Sandy & Lukviarman (2015), perusahaan yang diaudit oleh KAP *Big Four* seperti Ernst & Young (EY), Deloitte, Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KPMG), dan PricewaterhouseCoopers (PwC) mendapatkan nilai 1, sedangkan perusahaan yang diaudit oleh KAP *Non Big Four* mendapatkan nilai 0. Sementara itu, *Board Independence* merupakan proporsi dewan komisaris independen dalam perusahaan yang dihitung dengan membagi jumlah anggota dewan komisaris independen dengan keseluruhan jumlah anggota dewan komisaris (Hermawan *et al.*, 2022).

Investment Opportunities

Menurut Myers (1984), *investment opportunities* dianggap sebagai sinyal dari manajemen kepada pihak luar perusahaan. *Investment Opportunities* menggambarkan peluang pertumbuhan sebuah perusahaan untuk berinvestasi guna menghasilkan keuntungan di masa depan (Hartono *et al.*, 2021). *Investment opportunities* dapat diukur menggunakan rasio harga pasar terhadap nilai buku perusahaan (Sharma & Bakshi, 2019). Harga pasar saham dapat mengindikasikan pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Perusahaan dengan rasio harga pasar tinggi umumnya memiliki peluang investasi yang besar karena menunjukkan prospek masa depan yang baik. Penelitian ini mengestimasi peluang investasi dengan menggunakan rasio *market to book value of equity* (MBVE). Rumus yang digunakan untuk menghitung MBVE sesuai dengan Kallapur & Tombrey (2001), yaitu sebagai berikut:

$$MBVE = \frac{\text{Share Price} \times \text{Share Outstanding}}{\text{Total Equity}} \dots\dots\dots(1)$$

Collateralizable Assets

Jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan kepada kreditur dikenal dengan istilah *collateralizable assets* (Wahjudi, 2020). Rizal & Triyanto (2021) menyebutkan bahwa *collateralizable assets*

dianggap sebagai jaminan untuk mitigasi konflik antara pemegang saham dan kreditur yaitu konflik agensi tipe ketiga yang timbul akibat keputusan pembiayaan dan proyek yang diambil oleh pemegang saham (Damodaran, 1997). Penelitian ini menggunakan hasil perhitungan pembagian total aset tetap terhadap total aset keseluruhan untuk mengukur tingkat *collateralizable assets*, dengan rumus yang mengacu pada penelitian Showalter (1999) yaitu sebagai berikut:

$$\text{Collateralizable Assets} = \frac{\text{Total Fixed Assets}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots (2)$$

Company Life Cycle

Konsep umum mengenai *company life cycle* telah dijelaskan oleh Mueller (1972). Siklus hidup perusahaan dapat mencerminkan sumber daya yang tersedia bagi perusahaan karena sumber daya perusahaan bervariasi bergantung pada siklus hidupnya. DeAngelo *et al.* (2006) menguji teori siklus hidup dengan menilai korelasi antara kemungkinan pembayaran dividen dengan struktur modal disetor dalam perusahaan, apakah perusahaan dengan laba ditahan yang relatif tinggi sebagai proporsi total ekuitas (RE/TE) dan total aset (RE/TA) akan lebih mungkin untuk membayarkan dividen. Penentuan siklus hidup perusahaan mengadopsi model yang dikembangkan oleh DeAngelo *et al.* (2006) yaitu menggunakan proksi RE/TE (*Retained Earnings to Total Equity*) dengan rumus berikut:

$$\text{RE/TE} = \frac{\text{Accumulated Retained Earnings}}{\text{Total Equity}} \dots\dots\dots (3)$$

Hubungan antar Variabel

Audit Quality pada Kebijakan Dividen

Menurut Setiawan & Yuyetta (2013), Sihombing & Widono (2023) menemukan bahwa *audit quality* memengaruhi kebijakan dividen secara positif. Kualitas audit yang optimal tecermin melalui peningkatan pengawasan dan mitigasi konflik agensi antara *principal* dan *agent* (Setiawan & Yuyetta, 2013). Keberhasilan audit yang baik dianggap sebagai faktor yang dapat memotivasi manajemen untuk tidak bertindak secara sewenang-wenang dan mengambil keputusan secara rasional yang mengutamakan kepentingan bersama, terutama dalam aspek pembagian laba kepada pemegang saham (Farooque *et al.*, 2021). Sementara itu, Botoc & Pirtea (2014) menemukan hasil yang tidak signifikan dari *audit quality* terhadap kebijakan dividen.

H1: *Audit quality* berpengaruh pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur.

Board Independence pada Kebijakan Dividen

Corporate governance yang diproksikan menggunakan *board independence* secara signifikan positif memengaruhi kebijakan dividen (Hermawan *et al.*, 2022). *Board independence* yang lebih besar dapat meningkatkan pemantauan internal dan memfasilitasi disiplin manajemen, sehingga dapat mengurangi potensi terjadinya konflik kepentingan antara *principal* dan *agent*. Besarnya representasi *board independence* dalam perusahaan diharapkan dapat meningkatkan kecenderungan perusahaan dalam membayar dividen (Sharma, 2011). Sementara itu, penelitian lain menemukan bahwa *board independence* memengaruhi kebijakan dividen secara negatif (Mehdi *et al.*, 2017). Di sisi lain, Setiawan & Yuyetta (2013) serta Viviers *et al.* (2023) menemukan hasil yang tidak signifikan dari *board independence* pada kebijakan dividen.

H2: *Board independence* berpengaruh pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur.

Investment Opportunities pada Kebijakan Dividen

Dewasiri *et al.* (2019); Lai *et al.* (2021), Kisman (2020) dalam penelitiannya menyatakan bahwa *investment opportunities* memengaruhi kebijakan dividen secara negatif dan signifikan. Apabila perusahaan tidak memiliki peluang investasi yang menguntungkan, perusahaan akan cenderung memilih untuk mengalokasikan dananya dengan cara melakukan pembayaran dividen. Namun, Gunawan & Tobing (2018) dan Indrayati *et al.* (2021) memiliki temuan yang berbeda di mana *investment opportunities* memberi pengaruh positif pada kebijakan dividen. Kecenderungan

perusahaan untuk membayar dividen akan meningkat seiring dengan pertumbuhan peluang investasi yang lebih besar. Di sisi lain, Singla & Samanta (2018), Rizal & Triyanto (2021), Sharma & Bakshi (2019) menemukan hasil yang tidak signifikan dari *investment opportunities* pada kebijakan dividen.

H3: *Investment opportunities* berpengaruh pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur.

Collateralizable Assets pada Kebijakan Dividen

Natalia & Kusumastuti (2017) beserta Mauris & Rizal (2021) menemukan bahwa *collateralizable assets* memengaruhi kebijakan dividen secara positif. Tingginya *collateralizable assets* dapat menekan konflik agensi antara kreditur dengan pemegang saham (konflik agensi tipe III). Hal tersebut berdampak pada menurunnya biaya agensi, kemungkinan pembayaran dividen perusahaan dapat meningkat saat perusahaan memiliki tingkat *collateral assets* yang tinggi. Namun, hasil yang berbeda ditemukan oleh Rizal & Triyanto (2021) yaitu *collateralizable assets* memberi pengaruh negatif pada kebijakan dividen. Sementara itu, Wahjudi (2020) dan Akbar & Ariefiyanto (2023) menemukan hasil yang tidak signifikan dari *collateralizable assets* pada kebijakan dividen.

H4: *Collateralizable assets* berpengaruh pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur

Company Life Cycle pada Kebijakan Dividen

Singla & Samanta (2018), Susanto & Tirok (2013), dan Aigbovo & Evbayiro-Osage (2022) menemukan bahwa *company life cycle* memberi pengaruh positif pada kebijakan dividen di mana perusahaan yang sudah mencapai tahap *maturity* akan lebih cenderung untuk membayar dividen sesuai dengan *life-cycle theory* yang dikemukakan oleh Mueller (1972). Temuan tersebut berbeda dengan penelitian oleh Munzhelele *et al.* (2021) di mana *company life cycle* memengaruhi kebijakan dividen secara negatif. Sementara itu, Sari & Djajanti (2021) dan Imayanti (2013) menemukan bahwa *company life cycle* tidak memengaruhi kebijakan dividen dalam perusahaan.

H5: *Company life cycle* berpengaruh pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur.

METODE PENELITIAN

Berdasarkan tingkat eksplanasinya penelitian ini memiliki sifat asosiatif yaitu meneliti hubungan sebab-akibat atau kausalitas antara *corporate governance*, *investment opportunities*, *collateralizable assets*, dan *company life cycle* terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan data kuantitatif yang berarti dilakukan pengukuran langsung dalam bentuk angka atau bilangan. Sumber data berasal dari data sekunder yang didapatkan dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama rentang tahun 2018-2022 yang diakses melalui situs *Indonesia Stock Exchange* (www.idx.co.id). Populasi penelitian ini mencakup perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2018–2022 sebanyak 228 perusahaan. Metode *purposive sampling* digunakan dalam penelitian ini untuk memilih sampel sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan yaitu 1) perusahaan manufaktur yang *go public* sebelum tahun 2018 dan tidak *delisting* dari Bursa Efek Indonesia, 2) mempunyai kelengkapan data variabel yang dibutuhkan dan menyajikan laporan tahunan selama tahun 2018-2022, 3) menggunakan mata uang Rupiah dan laporan keuangannya telah diaudit oleh Kantor Akuntan Publik, 4) tidak pernah melakukan aksi korporasi serta tidak pernah mengalami suspensi (penghentian sementara perdagangan saham), (5) tidak pernah mengalami defisiensi modal. Sehingga, didapatkan 62 perusahaan sampel yang sesuai dengan kriteria *purposive sampling*. Data dikumpulkan menggunakan teknik dokumentasi, kemudian dianalisis menggunakan teknik analisis regresi logistik dengan bantuan *software* SPSS versi 25. Regresi logistik melibatkan beberapa proses, meliputi uji keseluruhan model (*overall model fit*), uji kelayakan model (*goodness of fit*), koefisien determinasi, matriks klasifikasi, dan uji hipotesis.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Overall Model Fit

Tahap awal dalam pengujian model adalah menilai keseluruhan model. Tujuan dari penilaian ini adalah untuk menentukan apakah penambahan variabel independen dapat meningkatkan kesesuaian model. Nilai $-2 \text{ Log Likelihood}$ untuk *block number* 0 dan *block number* 1, dengan nilai masing-masing sebesar 427,219 dan 222,213. Diperoleh selisih 205,006 antara keduanya setelah memasukkan tujuh variabel. Terdapat selisih sebesar 205,006 antara keduanya setelah memasukkan tujuh variabel Selanjutnya, dengan menambahkan tujuh variabel independen ke dalam model didapatkan nilai $-2 \text{ Log Likelihood}$ sebesar $222,213 < \text{Chi square table } 341,395 \text{ (df} 302 \text{ (} 310-7-1))$, sehingga dapat diinterpretasikan bahwa model yang dibuat setelah memasukkan tujuh variabel independen telah *fit* dengan data.

Hasil Goodness of Fit

Uji Kelayakan Model Regresi dengan menggunakan *Hosmer and Lemeshow's Tests*. Nilai statistik *Hosmer and Lemeshow's Tests* diperoleh sebesar 10,906 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,207. Nilai *Chi Square* tabel dengan *df* 6 (7-1) pada taraf 0,05 adalah sebesar 12,592, sehingga nilai *Chi Square Hosmer and Lemeshow's Tests* (10,906) < nilai *Chi Square* tabel (12,592) atau nilai signifikansi (0,207) > 0,05. Dapat diinterpretasikan bahwa model telah *fit*/sesuai, atau dengan kata lain data dengan model tidak memiliki perbedaan, sehingga model dikatakan layak dan mampu untuk memprediksi nilai observasinya.

Hasil Koefisien Determinasi

Hasil pengujian menunjukkan nilai $-2 \text{ Log Likelihood}$ sebesar 222,213 dengan *Nagelkerke R Square* sebesar 0,647. Angka ini mengindikasikan bahwa variabel independen yang diuji dapat menjelaskan sekitar 64,7% variasi variabel dependen, sementara 35,3% sisanya dipengaruhi oleh faktor-faktor yang tidak diikutsertakan dalam penelitian

Hasil Matriks Klasifikasi

Klasifikasi model bertujuan untuk mengetahui apakah model prediksi telah tepat atau tidak dalam memprediksi nilai observasi. Berdasarkan hasil uji terhitung 141 data tidak membayarkan dividen, sisanya terdapat 169 data yang membayarkan dividen. Selanjutnya, tingkat keakuratan prediksi untuk data yang tidak membayarkan dividen adalah sebanyak 115 dari 141 data, dapat diinterpretasikan bahwa kemungkinan perusahaan tidak membayarkan dividen adalah sebesar 81,6%. Sementara itu, data perusahaan yang membayarkan dividen mampu diprediksi sebesar 149 dari 169 data, artinya kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen adalah sebesar 88,2%. Secara keseluruhan, kemampuan model untuk memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen adalah sebesar 85,2%.

Hasil Regresi

Tabel 2.
HASIL ANALISIS REGRESI LOGISTIK

	B	S.E.	Wald	df	Sig.
AUDIT	,487	,434	1,260	1	,262
BOARD	-,858	1,957	,192	1	,661
MBVE	-,014	,075	,032	1	,857
COLLAS	1,003	,972	1,042	1	,307
RETE	1,521	,565	7,253	1	,007
PDIV	2,932	,354	68,741	1	,000
ROA	11,390	2,973	14,683	1	,000
Constant	-2,612	,883	8,762	1	,003

Sumber: *Output SPSS*

Penelitian ini menguji bagaimana pengaruh *corporate governance* (yang diproksikan dengan *audit quality* (AUDIT) dan *board independence* (BOARD), *investment opportunities* (MBVE), *collateralizable assets* (COLLAS), dan *company life cycle* (RETE) pada kebijakan dividen. Selain itu, ditambahkan dua variabel kontrol yaitu *previous years dividend* (PDIV), serta *profitability* (ROA). Dari Tabel 1 di atas dapat diperoleh persamaan model regresi dari hasil analisis regresi logistik adalah sebagai berikut:

$$\ln \frac{P}{1-P} = -2,612 + 0,487 \text{ AUDIT} - 0,858 \text{ BOARD} - 0,014 \text{ MBVE} + 1,003 \text{ COLLAS} + 1,521 \text{ RETE} + 2,932 \text{ PDIV} + 11,390 \text{ ROA} + \varepsilon \dots\dots\dots(4)$$

Pengaruh Audit Quality terhadap Kebijakan Dividen

Temuan dari penelitian ini menunjukkan bahwa *audit quality* tidak memiliki pengaruh pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2018–2022. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang mengatur cara distribusi keuntungan perusahaan kepada pemegang saham. Tidak adanya pengaruh dari *audit quality* terhadap kebijakan dividen disebabkan karena keputusan pembagian dividen lebih banyak dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan seperti tingkat profitabilitas, kebutuhan dana untuk investasi, likuiditas perusahaan. Sementara, audit merupakan faktor yang berasal dari eksternal perusahaan. Meskipun pada penelitian Setiawan & Yuyetta (2013), Sihombing & Widono (2023), Farooque *et al.* (2021) kualitas audit dapat meningkatkan kepercayaan investor dan reputasi perusahaan, akan tetapi kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh *audit quality* dalam penelitian ini.

Temuan penelitian ini diperkuat oleh data yang berasal dari beberapa perusahaan seperti perusahaan Saranacental Bajatama Tbk. yang memiliki laporan keuangan yang telah diaudit oleh Moore (*Non Big Four Auditor*), dan selama tahun 2018-2022 tidak melakukan pembayaran dividen. Sementara itu, Wijaya Karya Beton Tbk. merupakan contoh lain dari perusahaan yang laporan keuangannya tidak diaudit oleh *Big Four Auditor* melainkan diaudit oleh RSM, akan tetapi selama tahun 2018-2022 secara rutin melakukan pembagian dividen kepada investor. Selanjutnya, perusahaan Selamat Sempurna Tbk. dan Central Proteina Prima Tbk. merupakan dua perusahaan yang laporan keuangannya sama-sama diaudit oleh *Big Four Auditor* (EY). Selamat Sempurna Tbk. secara rutin melakukan pembayaran dividen selama periode penelitian, sementara Central Proteina Prima Tbk. tidak melakukan pembayaran dividen. Oleh karena itu, berdasarkan uraian tersebut dapat diinterpretasikan bahwa kualitas audit tidak memengaruhi keputusan kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur tahun 2018-2022 di mana hal tersebut sejalan dengan penelitian Botoc & Pirtea (2014).

Pengaruh Board Independence terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh dari *board independence* pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2018–2022. Setiawan & Yuyetta (2013) menyatakan bahwa penyebabnya adalah karena pengangkatan dewan komisaris independen tidak dilakukan sebagai implementasi tata kelola perusahaan yang baik, melainkan hanya untuk memenuhi regulasi. Komisaris independen, sebagai individu yang berasal dari luar perusahaan, memiliki pemahaman yang terbatas terhadap kondisi internal perusahaan. Keterbatasan ini dapat memengaruhi efektivitas peran komisaris independen dalam meningkatkan kinerja perusahaan termasuk dalam kebijakan pembayaran dividen, karena dewan direksi dan dewan komisaris kurang mempertimbangkan masukan dari komisaris independen.

Temuan penelitian ini diperkuat dengan data yang ada pada perusahaan Indofarma Tbk. dan H.M. Sampoerna Tbk., di mana kedua perusahaan tersebut mempunyai proporsi komisaris independen yang relatif besar yaitu sebesar 0,67. Namun, berdasarkan data tersebut Indofarma tidak melakukan pembayaran dividen selama 2018-2022 sementara H.M. Sampoerna Tbk. secara rutin selalu membayarkan dividen. Perlu diperhatikan bahwa banyak faktor yang memengaruhi pembayaran dividen di Indonesia. Temuan ini sejalan dengan penelitian Setiawan & Yuyetta (2013); Viviers *et al.* (2023).

Pengaruh *Investment Opportunities* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji hipotesis menunjukkan tidak terdapat pengaruh *investment opportunities* pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022. Hal ini disebabkan karena pengukuran variabel ini menggunakan rasio *Market to Book Value of Equity* (MBVE). Makin tingginya rasio tersebut diharapkan dapat mengindikasikan prospek masa depan perusahaan yang lebih baik. Namun, terkadang harga saham menjadi tidak rasional, yaitu tidak mencerminkan fundamental perusahaan. Harga saham yang tidak rasional terjadi ketika nilai saham tidak sejalan dengan fundamental perusahaan atau kondisi pasar. Hal tersebut bisa disebabkan oleh sentimen pasar, rumor, atau perilaku investor. Ketidaksiesuaian ini dapat menciptakan peluang investasi yang tidak rasional pada perusahaan. Peluang investasi yang ada dalam perusahaan bisa tecermin dari siklus hidupnya. Menurut *life-cycle theory*, peluang investasi yang besar umumnya terdapat pada perusahaan yang masih berada pada tahap awal. Sementara perusahaan yang sudah matang memiliki peluang investasi yang rendah. Ketika tidak ada lagi peluang investasi yang menguntungkan, perusahaan akan cenderung menahan labanya sehingga memiliki akumulasi saldo laba yang relatif besar. Oleh karena itu, perusahaan yang matang (peluang investasinya rendah) akan lebih memilih untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dengan cara membagikan dividen.

Namun, tidak selamanya perusahaan yang matang memiliki peluang investasi yang rendah karena disebabkan oleh harga saham yang tidak rasional. Hal tersebut terjadi pada perusahaan Charoen Pokphand Indonesia Tbk. yang memiliki nilai RE/TE sebesar 0,9903 dan MBVE sebesar 6,1698 pada tahun 2018 di mana nilai tersebut tergolong relatif tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan lain. Dapat diinterpretasikan bahwa Charoen Pokphand Indonesia Tbk. merupakan perusahaan yang tergolong dalam tahap *mature* dan memiliki peluang investasi yang besar. Meskipun peluang investasinya besar, Charoen Pokphand Indonesia Tbk. tetap membagikan dividen selama lima tahun berturut-turut, sehingga dapat dikatakan bahwa *investment opportunities* tidak memengaruhi probabilitas perusahaan dalam membagikan dividen. Temuan ini tidak selaras dengan *life-cycle theory*, akan tetapi didukung oleh penelitian Singla & Samanta (2018), Nurwulandari (2020), Rizal & Triyanto (2021) yang menyatakan tidak adanya pengaruh *investment opportunities* terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Collateralizable Assets* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa *collateralizable assets* tidak memengaruhi kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022. *Agency theory* menyebutkan bahwa kreditur akan memperhatikan jumlah aset yang dapat dijamin dalam memberikan pinjaman. Nilai *collateralizable assets* yang rendah dapat menurunkan kepercayaan kreditur dalam memberikan pinjaman karena meningkatkan risiko gagal bayar atau kebangkrutan perusahaan sehingga kreditur akan cenderung membatasi perusahaan untuk tidak membagikan dividen. Tingkat aset yang dapat dijamin tidak memengaruhi kemungkinan perusahaan membayar dividen dalam penelitian ini karena kreditur tidak hanya mempertimbangkan *collateralizable assets* dalam memberikan pinjaman, melainkan ada pertimbangan yang lain seperti terpelihara atau tidaknya *net working capital*, dan bagaimana riwayat perusahaan dalam membayar utang. Meskipun tingkat *collateralizable assets* perusahaan tergolong rendah, apabila perusahaan memiliki *net working capital* yang terpelihara dan memiliki riwayat pembayaran utang yang bagus, maka keputusan untuk membagikan dividen tidak akan dibatasi oleh kreditur (Ihsannuddin *et al.*, 2022). Selain itu, Wahjudi (2020) menyatakan bahwa tingkat konflik kepentingan di perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung rendah karena memiliki tingkat utang yang lebih rendah, sehingga hal ini tidak memengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

Hasil penelitian ini diperkuat dengan data-data yang ada pada beberapa perusahaan. Gunawan Dianjaya Steel Tbk. dan Trias Sentosa Tbk. memiliki nilai *collateralizable assets* yang relatif tinggi khususnya pada tahun 2022. Meskipun demikian, Gunawan Dianjaya Steel Tbk. tidak membagikan dividen selama periode penelitian, berbeda dengan Trias Sentosa Tbk. yang secara rutin membayar dividen kepada investor selama lima tahun berturut-turut. Dari hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa keputusan perusahaan untuk membagikan dividen tidak dipengaruhi oleh jumlah aset yang

dapat dijamin. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Wahjudi (2020); Akbar & Ariefianto (2023).

Pengaruh *Company Life Cycle* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2018–2022 dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh *company life cycle*. Saat perusahaan mencapai tahap *maturity*, kecenderungan untuk membayarkan dividen akan meningkat. Mueller (1972), mengembangkan *life-cycle theory* dan mengusulkan bahwa kebijakan dividen perusahaan sebaiknya disesuaikan dengan tahapan siklus hidupnya. *Earned/Contributed Capital Mix* digunakan sebagai indikator *life cycle* dengan merujuk pada penelitian DeAngelo *et al.* (2006), yang menggambarkan sejauh mana perusahaan membiayai dirinya sendiri atau mengandalkan modal eksternal. Perusahaan dengan RE/TE yang rendah umumnya sedang dalam tahap menyerap modal, sementara yang memiliki rasio tinggi telah berada pada tahap *maturity* dan memiliki akumulasi keuntungan yang cukup besar sehingga lebih potensial untuk membayar dividen (DeAngelo *et al.*, 2006). Temuan dari penelitian ini didukung oleh Singla & Samanta (2018); Aigbovo & Evbayiro-Osagie (2022); Susanto & Tirok (2013).

Hasil penelitian ini diperkuat dengan data-data yang ada pada beberapa perusahaan. Sebagai contoh Charoen Pokphand Indonesia Tbk. memiliki nilai RE/TE yang paling tinggi yaitu sebesar 0,9929 pada tahun 2022. Serta Delta Djakarta Tbk. dengan nilai RE/TE sebesar 0,9617 pada tahun 2022. Kedua perusahaan tersebut memiliki hasil perhitungan RE/TE yang tinggi selama periode penelitian, sehingga dapat dikategorikan ke dalam perusahaan yang berada pada tahap *maturity* dan secara rutin selalu melakukan pembagian dividen selama lima tahun berturut-turut. Sementara perusahaan Central Proteina Prima Tbk. tidak pernah melakukan pembagian dividen selama periode penelitian, hasil perhitungan RE/TE memiliki nilai yang paling rendah dibandingkan dengan perusahaan lain, pada tahun 2019 merupakan nilai terendah yaitu sebesar -20,441. Hal tersebut membuktikan bahwa keputusan pembayaran dividen lebih cenderung dilakukan oleh perusahaan yang berada pada tahap *maturity*.

Pengaruh *Previous Years Dividend* dan *Profitability* sebagai Variabel Kontrol terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa *previous years dividend* memberikan pengaruh positif pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2018–2022. Perusahaan yang melakukan pembayaran dividen pada tahun sebelumnya cenderung untuk melanjutkan kebijakan dividen pada tahun berikutnya, karena pembayaran dividen bersifat konsisten, seperti yang terlihat pada perusahaan Astra International Tbk. dan Charoen Pokphand Indonesia Tbk. yang konsisten membayar dividen selama lima tahun berturut-turut. Konsistensi kebijakan dividen dimaksudkan untuk mengurangi kemungkinan konflik agensi antara manajemen perusahaan dan pemegang saham. Temuan ini sejalan dengan penelitian Dewasiri *et al.* (2019).

Selain itu, ditemukan juga pengaruh yang positif dan signifikan dari variabel kontrol *profitability* pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan lebih cenderung untuk membayarkan dividen karena dana yang dialokasikan dalam bentuk dividen berasal dari keuntungan yang diperoleh. Tingginya profitabilitas akan menyebabkan peningkatan akumulasi saldo laba sehingga akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen. Penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan ROA yang tinggi, seperti H.M. Sampoerna Tbk. dengan ROA 0,2905 pada tahun 2019 dan Delta Djakarta Tbk. dengan ROA 0,2230 pada tahun 2019, cenderung melakukan pembayaran dividen, sebaliknya perusahaan dengan ROA rendah, seperti Indofarma Tbk. dengan ROA sebesar -0,3415 pada tahun 2022 tidak melakukan pembayaran dividen. Hasil ini menegaskan adanya pengaruh positif profitabilitas terhadap kecenderungan perusahaan dalam membayar dividen. Hasil tersebut didukung oleh penelitian Akbar & Ariefianto (2023); Singla & Samanta (2018); Dewasiri *et al.* (2019); Botoc & Pirtea (2014).

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil uji penelitian ini dapat disimpulkan bahwa *company life cycle* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang berada pada tahap *maturity* akan cenderung membayar dividen karena mereka memiliki akumulasi saldo laba yang lebih besar. Variabel kontrol *previous years dividend* juga memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang membayar dividen pada tahun sebelumnya akan lebih mungkin untuk melakukan pembayaran dividen di tahun berikutnya karena kebijakan dividen umumnya bersifat konsisten atau *sticky*. Selanjutnya variabel kontrol *profitability* juga berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena pembayaran dividen berasal dari keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan. Tingginya profitabilitas akan meningkatkan akumulasi saldo laba sehingga akan mendorong perusahaan untuk membayar dividen kepada investor. Sementara itu, *audit quality*, *board independence*, *investment opportunities*, dan *collateralizable assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022.

Implikasi dari penelitian ini adalah dapat dipahami bahwa *company life cycle* merupakan salah satu faktor penentu kebijakan dividen. Pada tahap tertentu siklus hidup perusahaan, manajemen perusahaan harus membuat keputusan yang lebih strategis terkait dividen yang akan dibagikan kepada investor. Dengan demikian, *company life cycle* menjadi salah satu hal yang sangat penting bagi investor dalam membuat keputusan investasi. Keterbatasan dari penelitian ini adalah proksi yang digunakan tidak secara akurat menggambarkan variabel penelitian sehingga penelitian berikutnya dapat mempertimbangkan untuk menggunakan proksi lain yang dapat menggambarkan masing-masing variabel dengan lebih baik. Penelitian selanjutnya dapat meneliti pengaruh dari faktor eksternal seperti regulasi pemerintah dan kondisi ekonomi terhadap kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Aigbovo, O., & Evbayiro-Osagie, I. E. (2022). Firm Life Cycle Stage and Dividend Payout of Listed Non-Financial Firms in Selected Sub-Saharan African Countries: A Sectoral Analysis. *Sriwijaya International Journal of Dynamic Economics and Business*, 5(3), 207. <https://doi.org/10.29259/sijdeb.v5i3.207-228>
- Akbar, A., & Ariefianto, M. D. (2023). The Role of Collateralizable Asset, Profitability and Operating Cash Flow on Dividend Policy: A Study on ASEAN Non-Financial Companies. *International Journal of Social Sciences and Economic Review*, 19–28. <https://doi.org/10.36923/ijsser.v5i1.183>
- Anggraeny, W., Robiyanto, R., & Sakti, I. M. (2020). Determinants of Dividend Payout Ratio in Non-Financial Companies Listed. *International Journal of Social Science and Business*, 4(4), 543–552. <https://doi.org/10.23887/ijssb.v4i4.29583>
- Baker, H. K., Singleton, J. C., & Veit, E. T. (2011). Survey Research in Corporate Finance. In *Oxford University Press*.
- Basse, T., Schwarzbach, C., & Graf von der Schulenburg, J. M. (2023). Dividend policy issues in the European pharmaceutical industry: new empirical evidence. *European Journal of Health Economics*, 24(5), 803–816. <https://doi.org/10.1007/s10198-022-01510-5>
- Boțoc, C., & Pirtea, M. (2014). Dividend payout-policy drivers: Evidence from emerging countries. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(4), 95–112. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X5004S407>
- Buchdadi, A. D., Hadistira, V., & Kurniati, D. (2019). Pengaruh Board Size, Board Independence, dan Ownership Structure terhadap Kebijakan Dividen pada Sektor Manufaktur yang Terdaftar di

Ruwita Try Rahayu & Harlina Meidiaswati. *Dividend policy in indonesia: evidence from manufacturing companies*

Bursa Efek Indonesia (BE) Periode 2012-2016. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, 10(1), 167–185. <https://doi.org/doi.org/10.21009/JRMSI.010.1.08>

Caneghem, T. Van, & Aerts, W. (2013). Intra-industry conformity in dividend policy. *Managerial Finance*, 37(6), 492–516. <https://doi.org/10.1108/03074351111134718>

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned / contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>

Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>

Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413–429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>

Epaphra, M., & Nyantori, S. N. (2018). Analysis of the determinants of dividend policy: evidence from manufacturing companies in Tanzania. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 2(1), 18–30. https://doi.org/10.22495/cgobr_v2_i1_p2

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)

Farooque, O. Al, Hamid, A., & Sun, L. (2021). Does corporate governance have a say on dividends in Australian listed companies? *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 15(4), 47–75. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v15i4.4>

Goldstein, M. A., Goyal, A., Lucey, B. M., & Muckley, C. B. (2015). The Global Preference for Dividends in Declining Markets. *Financial Review*, 50(4), 575–609. <https://doi.org/10.1111/fire.12078>

Gunawan, F. S., & Tobing, W. R. L. (2018). The Effect of Profitability, Liquidity, and Investment Opportunities on Dividend Policy. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 15(5), 189–195.

Hartono, P. G., Sari, W. R., Tinungki, G. M., Jakaria, J., & Hartono, A. B. (2021). The Determinants of Dividend Policy: An Empirical Study of Inconsistent Distribution of Dividends Using Balanced Panel Data Analysis. *Media Ekonomi Dan Manajemen*, 36(2), 89. <https://doi.org/10.24856/mem.v36i2.2023>

Hermawan, B. W., Murhadi, W. R., & Ernawati, E. (2022). Does Corporate Governance Affect Dividends? Case Study in Indonesia Stock Exchange and Malaysia Stock Exchange. *Journal of Entrepreneurship & Business*, 3(1), 14–23. <https://doi.org/10.24123/jeb.v3i1.4702>

Hunjra, A. I. (2018). Mediating role of dividend policy among its determinants and organizational financial performance. *Cogent Economics and Finance*, 6(1), 1–16. <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1558714>

Ihsannuddin, F., Kristianingsih, K., & Hazma, H. (2022). Analisis Determinan Kebijakan Dividen Perusahaan Consumer Non-Cyclicals yang Terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia. *Journal of Applied Islamic Economics and Finance*, 2(3), 611–621.

<https://doi.org/10.35313/jaief.v2i3.3736>

- Imayanti, M. H. (2013). Keterkaitan Teori Siklus Hidup Keuangan Dalam Kebijakan Dividen: Studi Pada Sektor Ekonomi Yang Listing Di Bei. *Etikonomi*, 12(1), 33–44. <https://doi.org/10.15408/etk.v12i1.1902>
- Indrayati, Rachmat, B., & Slamet. (2021). Asset Growth, Earnings Persistence, Investment Opportunity Set and Earnings Management on Dividend Policy and Firm Value (Study at Bank Companies in Indonesia). *Journal of Southwest Jiaotong University*, 56(2), 220–234. <https://doi.org/10.35741/issn.0258-2724.56.2.18>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329. <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 72(10), 305–360. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kallapur, S. (2001). The Investment Opportunity Set: Determinants , Consequences and Measurement. *Managerial Finance*, 27(3), 3–15. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/03074350110767>
- Kisman, Z. (2020). The solution to overcome the disappearing dividend phenomenon: Learning from the experience of the Indonesia Stock Exchange. *Cogent Economics and Finance*, 8(1), 1–18. <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1858566>
- Lai, S., Wang, Q., Du, J., & Pi, S. (2021). Has the Propensity to Pay Dividends Declined? Evidence from the US Banking Sector. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(103), 1–14. <https://doi.org/10.3390/jrfm14030103>
- Mauris, F. I., & Rizal, N. A. (2021). The Effect of Collaterallizable Assets, Growth in Net Assets, Liquidity, Leverage and Profitability on Dividend Policy (Case Studies on Non-Financial Services Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2016-2019 Period). *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 4(1), 937–950. <https://doi.org/10.33258/birci.v4i1.1695>
- Mehdi, M., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2017). Do Corporate Governance and Ownership Structure Impact Dividend Policy in Emerging Market During Financial Crisis? *Journal of Applied Accounting Research*, 397–412. <https://doi.org/https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2014-0079>
- Mitton, T. (2004). Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets. *Emerging Market Review*, 5, 409–426. https://doi.org/https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=809404
- Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199–219. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/2098055>
- Munzhelele, N. F., Wolmarans, H., & Hall, J. (2021). Erratum: Corporate life cycle and dividend payout: A panel data analysis of companies in an emerging market. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 14(1), 1–9. <https://doi.org/10.4102/jef.v14i1.701>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Natalia, A., & Kusumastuti, R. (2017). An Analysis of Agency Costs and Dividend Payout Ratio of

Ruwita Try Rahayu & Harlina Meidiaswati. *Dividend policy in indonesia: evidence from manufacturing companies*

Non-financial Companies. *MIMBAR, Jurnal Sosial Dan Pembangunan*, 33(2), 261–268. <https://doi.org/10.29313/mimbar.v33i2.2267>

Nurwulandari, A. (2020). The Impact of Investment Opportunity Asset, Return on Assets, and Sales Growth on Dividend Policy: Empirical Analysis of Manufacturing Companies Listed in the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) from 2015-2017. *International Journal of Islamic Khazanah*, 10(1), 34–42. <http://journal.uinsgd.ac.id/index.php/ijik/article/view/12514>

OECD. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance 2004*.

Prasetyanta, A. (2014). Pengaruh Perubahan Dividen Terhadap Profitabilitas Perusahaan Pada Masa Yang Akan Datang (Future Profitability). *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 17(2), 129–148. <https://doi.org/10.24914/jeb.v17i2.278>

Rizal, A., & Triyanto, D. N. (2021). The Effect of Earning Per Share, Investment Opportunity Set, Total Asset Turnover, and Collateralizable Asset on Dividend Policy. *Jurnal Akuntansi*, 11(3), 209–222. <https://doi.org/10.33369/j.akuntansi.11.3.209-222>

Sanan, N. K. (2019). Impact of board characteristics on firm dividends: evidence from India. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(6), 1204–1215. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2018-0383>

Sandy, S., & Lukviarman, N. (2015). Pengaruh Corporate Governance Terhadap Tax Avoidance : Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, 19(1), 85–98. <https://doi.org/https://doi.org/10.20885/jaai.vol19.iss2.art1>

Sari, B. R., & Djajanti, A. (2021). the Factors Affecting Dividend Policy of Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen*, 7(3), 592–601. <https://doi.org/10.17358/jabm.7.3.592>

Setiawan, Y., & Yuyetta, E. N. A. (2013). Pengaruh Independensi Dewan Komisaris, Reputasi Auditor, Rasio Hutang, Dan Collateralizable Assets Terhadap Kebijakan Dividen. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(1), 1–11. <https://doi.org/http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>

Sharma, R. K., & Bakshi, A. (2019). An evident prescience of determinants of dividend policy of Indian real estate companies: An empirical analysis using co-integration regression and generalised method of moments. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24(3), 358–384. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-02-2019-0012>

Sharma, V. (2011). Independent directors and the propensity to pay dividends. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1001–1015. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.05.003>

Showalter, D. (1999). Strategic debt : evidence in manufacturing. *International Journal of Industrial Organizations*, 17, 319–333. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0167-7187\(97\)00030-1](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/S0167-7187(97)00030-1)

Sihombing, T., & Widono, R. (2023). The Effect of Audit Quality and Good Corporate Governanc Towards Dividend Policy in Public Companies in Indonesia. *ULTIMA Accounting*, 15(1), 178–185. <https://doi.org/https://doi.org/10.31937/akuntansi.v15i1.1973>

Singla, H. K., & Samanta, P. K. (2018). Determinants of dividend payout of construction companies : a panel data analysis. *Journal of Financial Management of Property and Construction*. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-06-2018-0030>

Susanto, A., & Tirok, J. (2013). Dividend Payout Ratio: Factors that Affect it, and Subsequent Earning Growth. *Journal of Applied Finance and Accounting*, 6(1), 97–111.

- Viviers, S., Mans-Kemp, N., Vuuren, M. J. van, & Shiel, T. (2023). Investigating the link between board independence and dividend distributions in South Africa. *South African Journal of Business Management*, 54(1), 1–14. <https://doi.org/https://doi.org/10.4102/sajbm.v54i1.3643>
- Wahjudi, E. (2020). 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>