

Siklus Hidup Perusahaan dan Kendala Keuangan

Felicia Ongkarina^a, Pingky^b, Violin Erina Natalia^c, Rita Juliana^d

^aDepartment of Management, Universitas Pelita Harapan, Indonesia. Email: felicia.ongkarina@gmail.com

^bDepartment of Management, Universitas Pelita Harapan, Indonesia. Email: ficopingky@gmail.com

^cDepartment of Management, Universitas Pelita Harapan, Indonesia. Email: violin.erina@yahoo.com

^dDepartment of Management, Universitas Pelita Harapan. Email: rita.juliana@uph.edu

ABSTRAK

Tujuan penelitian – Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan antara siklus hidup perusahaan dan kendala keuangan.

Desain/Methodologi/Pendekatan – Penelitian ini menggunakan sensitivitas arus kas investasi untuk mengukur kendala keuangan, dimana untuk setiap penambahan \$1 arus kas, perusahaan dapat mengalokasikannya ke dalam enam *channel*: 1) Meningkatkan kepemilikan kas perusahaan ($\Delta CASH$), 2) Berinvestasi pada *working capital* perusahaan (ΔNWC), 3) Berinvestasi pada aset tetap (*INV*), 4) Melunasi hutang perusahaan ($\Delta DEBT$), 5) Membeli kembali saham (ΔEQ), dan 6) Mendistribusikan dividen kepada pemegang saham (*SHDIS*).

Temuan – Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan pada tahap jatuh tempo cenderung memiliki sensitivitas arus kas investasi yang lebih tinggi sehingga dapat disimpulkan bahwa sensitivitas arus kas-investasi bukan merupakan indikator yang tepat untuk menentukan kendala keuangan.

Keterbatasan penelitian – Penelitian ini menggunakan 538 perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 hingga 2008

Originality/value – Dalam penelitian ini sensitivitas arus kas-investasi digunakan sebagai indikator untuk mengukur kendala keuangan.

Keywords: Kendala keuangan, siklus hidup perusahaan, sensitivitas arus kas-investasi

PENDAHULUAN

Dalam menjalankan bisnis, kemampuan perusahaan untuk bertumbuh sangat penting bagi perkembangan ekonomi. Perusahaan mengalami pertumbuhan dari satu tahapan ke tahapan lainnya sehingga membentuk suatu siklus hidup perusahaan. Dickinson (2011) mengklasifikasikan siklus hidup perusahaan ke dalam lima tahap, yaitu tahap *introduction*, *growth*, *maturity*, *shake-out*, dan *decline*. Pada tiap tahapan, perusahaan memiliki karakteristik ekonomi yang berbeda-beda sehingga memiliki kebutuhan pendanaan, ketersediaan sumber pendanaan, dan biaya modal yang beragam (Owen dan Yawson, 2010).

Menurut Dickinson (2011), karakteristik dari masing-masing tahap dalam siklus hidup perusahaan tercermin pada pola arus kasnya:

Tabel 1: Cash Flow Pattern Dickinson (2011)

(+/-)	(1) Intro	(2) Growth	(3) Maturity	(4) Shakeout	(5) Shakeout	(6) Shakeout	(7) Decline	(8) Decline
Arus kas dari aktivitas operasi	-	+	+	-	+	+	-	-
Arus kas dari aktivitas investasi	-	-	-	-	+	+	+	+
Arus kas dari aktivitas pembiayaan	+	+	-	-	+	-	+	-

Pola arus kas dapat menunjukkan kondisi ekonomi dan perilaku pasar dari perusahaan sebab arus kas dapat menggambarkan profitabilitas, pertumbuhan dan risiko yang berbeda-beda pada setiap tahap siklus hidup sehingga mempengaruhi manajer dalam mengambil keputusan terkait keuangan perusahaan. Perbedaan pada setiap siklus hidup perusahaan dapat menjadi indikator dalam menentukan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan internal maupun eksternal (Dickinson, 2011).

KAJIAN PUSTAKA/LITERATURE REVIEW

DeAngelo *et al.* (2006) mengemukakan bahwa perusahaan pada tahap *introduction* mempunyai banyak peluang investasi yang menguntungkan. Namun perusahaan pada siklus ini memiliki sumber daya yang terbatas, dimana perusahaan belum dapat menghasilkan kas secara internal sehingga dinilai belum mampu untuk mendanai kegiatan operasional dan investasinya dalam jangka panjang (Coulton dan Ruddock, 2011). Namun pada tahap *growth*, perusahaan sudah mulai memperoleh keuntungan (Salehnejad dan Shahiazar, 2014). Pada tahap ini, perusahaan lebih berfokus dalam memaksimalkan kegiatan investasi dan meningkatkan efisiensi dari kegiatan operasinya untuk menghasilkan laba yang maksimum (Drobetz *et al.*, 2016). Berbeda dengan tahap lainnya, perusahaan pada tahap *maturity* dinilai sebagai perusahaan yang sudah mapan dan stabil (Bulan dan Yan, 2009), dimana mereka menjadi lebih efisien dalam mengelola kegiatan operasionalnya sehingga perusahaan berhasil memaksimalkan keuntungannya (Coulton dan Ruddock, 2011). Sementara itu, tahap *decline* merupakan tahap yang mengindikasikan kemunduran perusahaan dimana perusahaan mengalami penurunan penjualan dan keuntungan yang drastis. Hal ini menyebabkan perusahaan memiliki arus kas yang tidak stabil. Sama halnya dengan tahap *introduction*, perusahaan pada tahap ini hanya berfokus untuk membiayai kegiatan operasionalnya.

Karakteristik perusahaan yang mengalami kendala keuangan adalah: berukuran lebih kecil dan muda, membayar dividen dalam jumlah yang rendah, memiliki banyak peluang investasi yang menguntungkan, tidak memiliki *rating* obligasi dan *financial slack* yang tinggi, namun memiliki akses yang terbatas terhadap pendanaan eksternal (Almeida dan Campello, 2007). Sedangkan Lewellen dan Lewellen (2016) berpendapat bahwa perusahaan dapat dikategorikan mampu meminimalisir kendala keuangannya apabila memiliki modal internal yang memadai untuk mendanai peluang investasi yang menguntungkan dan dapat mengakses pendanaan eksternal dengan lebih murah.

Dickinson (2011) menyatakan bahwa siklus hidup perusahaan mempengaruhi pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kinerja operasional, investasi, dan pembiayaan. Kinerja operasional dari perusahaan pada tahap *introduction* dan *decline* cenderung lebih buruk daripada perusahaan pada tahap *growth* dan *maturity*. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Hasan *et al.*, (2015), biaya pendanaan eksternal perusahaan bervariasi sesuai dengan risiko dan struktur modal yang dimiliki perusahaan dalam masing-masing tahap siklus hidup. Dengan kata lain, investor cenderung meminta *return* yang lebih tinggi pada tahap *introduction* dan *decline*, sehingga biaya ekuitasnya lebih tinggi daripada tahap *growth* dan *maturity*.

Sensitivitas arus kas-investasi dapat digunakan untuk mengukur kendala keuangan. Fazzari *et al.* (1988) menemukan perusahaan yang mengalami kendala keuangan cenderung memiliki tingkat sensitivitas arus kas-investasi yang tinggi. Almeida dan Campello (2007) berpendapat bahwa perusahaan dengan arus kas yang kurang stabil cenderung memiliki sensitivitas arus kas-investasi yang tinggi karena perusahaan merasa kesulitan dalam mengalokasikan dananya untuk investasi. Sebaliknya, perusahaan dengan sensitivitas arus kas-investasi yang rendah dapat memperoleh pendanaan eksternal dengan biaya yang murah, sehingga mereka lebih agresif dalam berinvestasi karena perusahaan tidak melihat jumlah kas yang dimiliki sebagai hambatan.

Berdasarkan karakteristik di atas, dapat disimpulkan bahwa terdapat risiko investasi yang tinggi pada perusahaan dalam tahap *introduction* dan *decline* dibandingkan dengan tahap *growth* dan *maturity* (Hasan *et al.*, 2015). Risiko yang tinggi menyebabkan investor kurang termotivasi untuk melakukan investasi dan baru mau berinvestasi apabila dijanjikan insentif berupa *return premium* dari perusahaan. Akibatnya, perusahaan pada tahap *introduction* dan *decline* harus membayar biaya lebih untuk mendapatkan pendanaan eksternal dari investor (Berger dan Udell, 1998). Biaya tambahan yang harus dikeluarkan merupakan indikator bahwa perusahaan mengalami kendala keuangan (Kaplan dan Zingales, 1997).

Penelitian mengenai hubungan antara siklus hidup perusahaan dan kendala keuangan belum pernah dilakukan sebelumnya, penelitian ini menggunakan acuan dari penelitian oleh Drobotz *et al.* (2019). Mereka meneliti hubungan antara kendala keuangan dengan perusahaan publik dan *private*, peneliti mengobservasi kendala keuangan yaitu dengan melihat sensitivitas arus kas-investasi. Perbedaan karakteristik ekonomi pada masing-masing tahap siklus hidup perusahaan menyebabkan perusahaan mengalami kendala keuangan dengan tingkat yang beragam. Hasil penelitian Drobotz *et al.* (2019) menunjukkan bahwa perusahaan dengan sensitivitas arus kas investasi yang tinggi cenderung memiliki tingkat kendala keuangan yang juga tinggi. Berdasarkan argumen-argumen di atas, kita dapat melihat bahwa perusahaan yang berada pada tahap *introduction* dan *decline* memiliki arus kas yang tidak stabil, sehingga cenderung memiliki tingkat sensitivitas arus kas investasi yang tinggi. Hal ini mengindikasikan tingginya kendala keuangan pada kedua tahap tersebut. Maka dari itu, penelitian ini bertujuan untuk melihat apakah perusahaan pada tahap *introduction* dan *decline* memiliki kendala keuangan yang lebih tinggi daripada tahap *growth* dan *maturity*.

Hipotesis 1 : Perusahaan pada tahap *introduction* dan *decline* memiliki kendala keuangan yang lebih tinggi daripada tahap *growth* dan *maturity*.

METODOLOGI PENELITIAN

Data

Penelitian ini menggunakan sampel dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode dari sampel penelitian ini adalah tahun 2007 hingga 2018. Perusahaan yang tidak memiliki data yang lengkap, nilai aset yang negatif, termasuk dalam industri keuangan, serta melakukan IPO sesudah tahun 2007 akan dikeluarkan dari sampel. Berdasarkan pemilihan sampel, didapatkan sebanyak 538 perusahaan yang digunakan dalam penelitian.

Model Empiris

Untuk menganalisis arus kas, penulis menggunakan model investasi dan keuangan yang dikembangkan oleh Lewellen dan Lewellen (2016). Penulis menggunakan sensitivitas arus kas investasi untuk mengukur kendala keuangan, dimana untuk setiap penambahan \$1 arus kas, perusahaan dapat mengalokasikannya ke dalam enam *channel*: 1) Meningkatkan kepemilikan kas perusahaan ($\Delta CASH$), 2) Berinvestasi pada *working capital* perusahaan (ΔNWC), 3) Berinvestasi pada aset tetap (*INV*), 4) Melunasi hutang perusahaan ($\Delta DEBT$), 5) Membeli kembali saham (ΔEQ), dan 6) Mendistribusikan dividen kepada pemegang saham (*SHDIS*).

$$CF_t = \Delta CASH_t + \Delta NWC_t + INV_t - \Delta DEBT_t - \Delta EQ_t + SHDIS_t \quad (1)$$

Keterangan:

- CF_t = Cash flow perusahaan pada waktu t
- $\Delta CASH_t$ = Perubahan tahunan pada kepemilikan kas dan setara kas.
- ΔNWC_t = Perubahan tahunan pada *net working capital*.
- INV_t = Jumlah aset tetap.
- $\Delta DEBT_t$ = Perubahan pada *total debt*.
- ΔEQ_t = Perubahan tahunan pada modal saham yang diterbitkan.
- $SHDIS_t$ = Perubahan dana investor yang tidak dipengaruhi oleh modal saham yang diterbitkan.

Model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 CHANNEL_{i,t} = & \alpha_i + \beta_1 LCS_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 (LCS_{i,t} \times CF_{i,t}) + \beta_4 CF_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 (LCS_{i,t} \times CF_{i,t-1}) + \beta_6 SG_{i,t-1} + \beta_7 (LCS_{i,t} \times SG_{i,t-1}) + \beta_8 DEBT_{i,t-1} \\
 & + \beta_9 (LCS_{i,t} \times DEBT_{i,t-1}) + \beta_{10} CASH_{i,t-1} + \beta_{11} (LCS_{i,t} \times CASH_{i,t-1}) \\
 & + \beta_{12} PROFIT_{i,t} + \beta_{13} (LCS_{i,t} \times PROFIT_{i,t}) + \beta_{14} PROFIT_{i,t-1} \\
 & + \beta_{15} (LCS_{i,t} \times PROFIT_{i,t-1}) + \beta_{16} PROFIT_{i,t-2} + \beta_{17} (LCS_{i,t} \times PROFIT_{i,t-2}) \\
 & + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

Keterangan:

- $CHANNEL_{i,t}$ = Arus dana satu dari enam kegunaan arus kas.
- $LCS_{i,t}$ = *Life Cycle Stage* (variabel *dummy* yang merepresentasikan tahap *introduction, growth, maturity, decline, dan shakeout* berdasarkan arus kas Dickinson (2011) pada tabel 1).
- $CF_{i,t}$ = Arus kas perusahaan i pada periode t.
- $CF_{i,t-1}$ = Arus kas perusahaan i pada periode t-1.
- $SG_{i,t-1}$ = *Sales Growth* perusahaan i pada periode t-1.
- $DEBT_{i,t-1}$ = Tingkat hutang perusahaan i pada periode t-1.
- $CASH_{i,t-1}$ = Kas perusahaan i pada periode t-1.
- $PROFIT_{i,t}$ = *Profit Margin* perusahaan i pada periode t.
- $PROFIT_{i,t-1}$ = *Profit Margin* perusahaan i pada periode t-1.
- $PROFIT_{i,t-2}$ = *Profit Margin* perusahaan i pada periode t-2.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 2: Hasil Statistik Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Introduction	4851	0.1803752	0.3845393	0	1
Growth	4851	0.2789116	0.4485102	0	1
Maturity	4851	0.386106	0.4869056	0	1
Decline	4851	0.0589569	0.2355683	0	1
Shakeout	4851	0.0956504	0.2941415	0	1
$\Delta CASH$	4851	0.0215791	0.1171048	-0.33078	0.5810681
ΔNWC	4851	0.0329037	0.1925866	-0.7441338	0.9183927
INV	4851	0.3726973	0.666501	-4.01306	2.818431
$\Delta DEBT$	4851	0.0313023	0.2208892	-0.8468225	0.952809
ΔEQ	4851	0.0478706	0.1702417	-0.025559	1.13926
SHDIS	4851	-0.0261469	0.1037957	-0.6877119	0.3485903
CASH	4851	0.1298174	0.1489404	0.0000117	0.7478191
DEBT	4851	0.3177497	0.3717182	0	2.761209

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
CF	4851	0.4124283	0.4628725	-0.3402337	2.8528
SG _{t-1}	4851	0.2163958	0.8415396	-0.8716623	6.63799
PROFIT	4851	0.0001586	0.5009089	-3.442218	1.802901

Seluruh *level variable* telah distandarisasi dengan *Net Assets* dan *flow variable* telah dijadikan rasio pada *Average Net Assets*.

Sumber: Hasil Pengolahan Data Penulis

Tabel 2 menampilkan hasil statistik deskriptif dari seluruh variabel yang digunakan dalam model penelitian. Penelitian dilakukan pada 538 perusahaan terbuka di Indonesia dari tahun 2007 sampai dengan 2018, dimana terdapat 4851 observasi. Penulis menggunakan fungsi *winsor* untuk mengurangi *outlier* pada variabel dengan tingkat signifikansi satu persen.

Dalam penelitian ini, penulis menggunakan variabel *dummy* untuk merepresentasikan siklus hidup perusahaan. Variabel *dummy* akan bernilai satu apabila perusahaan berada pada tahap siklus hidup perusahaan tertentu—jika tidak, maka akan bernilai nol. Penentuan *dummy* siklus hidup yang dilakukan pada penelitian ini adalah dengan menggunakan pola arus kas Dickinson (2011) pada tabel 1. *Introduction* merupakan variabel *dummy* dengan rata-rata 0.1803752. Artinya, 18.04% dari keseluruhan observasi merupakan perusahaan yang berada pada tahap *introduction*. Variabel *growth* memiliki rata-rata 0.2789116, yang berarti 27.89% observasi merupakan perusahaan pada tahap *growth*. Selanjutnya, variabel *maturity* memiliki rata-rata 0.386106, yang berarti 38.62% observasi merupakan perusahaan pada tahap *maturity*. Rata-rata sebesar 0.0589569 ditunjukkan oleh variabel *decline*, yang artinya 5.90% observasi merupakan perusahaan pada tahap *decline*. Variabel *shakeout* menunjukkan rata-rata sebesar 0.0956504, yang berarti 9.57% observasi merupakan perusahaan yang berada pada tahap *shakeout*.

Analisis Hasil Regresi

Tabel 3: Hasil Regresi dengan Variabel Dependen Δ CASH

Dependent Variable	INTRO	GROWTH	MATURITY	DECLINE	SHAKEOUT
	Δ CASH _t	Δ CASH _t	Δ CASH _t	Δ CASH _t	Δ CASH _t
Intercept	0.0550*** (7.55)	0.0524*** (6.93)	0.0686*** (9.61)	0.0572*** (7.60)	0.0513*** (6.68)
Life Cycle Stage (LCS)	0.0066 (1.53)	-0.0031 (-0.50)	-0.0356*** (-6.81)	-0.0073 (-0.93)	0.0375*** (4.48)
<i>Interaction variables</i>					
LCS*CF _t	-0.0465*** (-3.47)	0.0249*** (2.82)	0.0258* (1.85)	0.0012 (0.11)	-0.0004 (-0.03)
LCS*CF _{t-1}	0.0051 (0.42)	-0.0220*** (-4.02)	0.0038 (0.25)	-0.0085 (-0.72)	0.0110 (0.42)
LCS*SG _{t-1}	-0.0130*** (-4.95)	0.0139*** (4.29)	0.0062 (1.21)	0.0020 (0.35)	-0.0152** (-2.33)
LCS*DEBT _{t-1}	0.0278** (2.48)	0.0241* (1.90)	-0.0028 (-0.21)	0.0033 (0.31)	-0.0519*** (-3.34)
LCS*CASH _{t-1}	-0.0466 (-0.93)	0.2130*** (8.48)	-0.0207 (-0.66)	-0.1596* (-1.83)	-0.1409*** (-2.98)
LCS*PROFIT _t	0.0076 (0.89)	0.0124 (1.57)	-0.0147** (-2.11)	-0.0127** (-2.39)	0.0059 (0.58)
LCS*PROFIT _{t-1}	0.0058 (1.25)	-0.0132 (-1.03)	-0.0115 (-0.84)	0.0033 (0.89)	0.0063 (0.38)

Dependent Variable	INTRO	GROWTH	MATURITY	DECLINE	SHAKEOUT
	$\Delta CASH_t$	$\Delta CASH_t$	$\Delta CASH_t$	$\Delta CASH_t$	$\Delta CASH_t$
LCS*PROFIT _{t-2}	-0.0404*** (-5.36)	0.0095 (0.87)	0.0108 (0.94)	0.0041 (0.76)	0.0337* (1.95)
<i>Control variables</i>					
CF _t	0.0110 (1.09)	0.0054 (0.63)	-0.0005 (-0.05)	0.0049 (0.46)	0.0060 (0.76)
CF _{t-1}	0.0250** (1.99)	0.0266** (2.45)	0.0225** (2.05)	0.0250* (1.94)	0.0253** (2.11)
SG _{t-1}	0.0021 (0.69)	-0.0063** (-2.48)	-0.0036 (-0.88)	-0.0024 (-0.71)	0.0005 (0.17)
DEBT _{t-1}	-0.0080 (-0.86)	-0.0013 (-0.16)	-0.0016 (-0.29)	-0.0017 (-0.23)	0.0042 (0.66)
CASH _{t-1}	-0.3464*** (-21.12)	-0.3895*** (-16.46)	-0.3436*** (-10.71)	-0.3447*** (-12.41)	-0.3296*** (-12.52)
PROFIT _t	0.0130*** (2.62)	0.0136*** (4.38)	0.0181*** (5.01)	0.0203*** (4.65)	0.0157*** (7.06)
PROFIT _{t-1}	-0.0068* (-1.95)	-0.0011 (-0.30)	-0.0013 (-0.29)	-0.0058** (-2.16)	-0.0055 (-1.17)
PROFIT _{t-2}	0.0081*** (2.59)	-0.0063** (-2.37)	-0.0067* (-1.72)	-0.0051 (-1.47)	-0.0063* (-1.70)

Seluruh *level variable* telah distandarisasi dengan *Net Assets* dan *flow variable* telah dijadikan rasio pada *Average Net Assets*. Semua variabel telah melalui proses *winsor* dengan asumsi batas *outlier* 1%.
 ***signifikan pada 1%, **signifikan pada 5%, *signifikan pada 10%.

Sumber: Hasil Pengolahan Data Penulis

Hasil regresi pada Tabel 3 menunjukkan bahwa perusahaan pada tahap *growth* dan *maturity* cenderung menyimpan arus kasnya dimana perusahaan mengalokasikan penambahan arus kasnya untuk meningkatkan kepemilikan kas. Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya oleh Kaplan dan Zingales (1997) bahwa perusahaan yang memiliki tingkat kendala keuangan yang rendah seperti pada tahap *growth* dan *maturity* secara umum memiliki jumlah aset likuid dan nilai perusahaan yang tinggi.

Di sisi lain, perusahaan pada tahap *introduction* cenderung tidak menyimpan arus kasnya dalam bentuk kepemilikan kas dimana setiap peningkatan Rp1 arus kas, perusahaan mengurangi alokasinya terhadap kepemilikan kas sebesar Rp0.0355 (0.0110-0.0465). Akan tetapi, perusahaan ini justru cenderung menerbitkan hutang untuk meningkatkan kepemilikan kasnya. Kecenderungan ini terjadi karena perusahaan pada tahap *introduction* masih merupakan perusahaan muda yang baru masuk ke pasar, dimana mereka belum memiliki pelanggan tetap sehingga perusahaan belum memiliki modal internal yang cukup untuk mendanai kegiatan operasionalnya sendiri. Jadi, perusahaan membutuhkan tambahan pendanaan eksternal yang bersumber dari hutang (Gort dan Klepper, 1982).

Hasil yang serupa juga ditunjukkan oleh perusahaan yang berada pada tahap *growth*, dimana hutang berpengaruh secara positif terhadap kepemilikan kas. Pada tahap ini, perusahaan berfokus untuk mempertahankan dan meningkatkan investasinya sehingga meskipun perusahaan dapat memanfaatkan arus kas operasinya, perusahaan tetap membutuhkan pendanaan tambahan berupa hutang (Drobtz et al., 2016).

Tabel 4: Hasil Regresi dengan Variabel Dependen Δ NWC

Dependent Variable	INTRO	GROWTH	MATURITY	DECLINE	SHAKEOUT
	Δ NWC _t	Δ NWC _t	Δ NWC _t	Δ NWC _t	Δ NWC _t
Intercept	-0.0143** (-2.02)	0.0047 (0.62)	0.0040 (0.31)	-0.0050 (-0.75)	0.0032 (0.39)
Life Cycle Stage (LCS)	0.0642*** (3.10)	-0.0335* (-1.82)	-0.0315* (-1.66)	0.0430* (1.66)	-0.0504** (-2.34)
<i>Interaction variables</i>					
LCS*CF _t	-0.0025 (-0.09)	0.0367 (1.38)	0.0887* (1.90)	0.0168 (0.39)	-0.0696 (-1.57)
LCS*CF _{t-1}	-0.0335 (-1.16)	0.0220 (0.66)	-0.0743 (-1.52)	0.0024 (0.04)	0.1006 (1.60)
LCS*SG _{t-1}	0.0159*** (2.62)	-0.0061* (-1.80)	-0.0128 (-1.33)	-0.0159 (-0.64)	0.0116 (0.85)
LCS*DEBT _{t-1}	0.0592** (2.32)	0.0406 (1.58)	-0.0670*** (-2.61)	-0.0763** (-2.41)	0.0024 (0.06)
LCS*CASH _{t-1}	0.3496*** (5.31)	-0.1076* (-1.66)	-0.1153*** (-2.64)	0.1325 (1.44)	0.0445 (0.46)
LCS*PROFIT _t	-0.0141 (-1.60)	0.0024 (0.10)	0.0212 (1.00)	-0.0024 (-0.13)	0.0416 (1.42)
LCS*PROFIT _{t-1}	-0.0036 (-0.20)	0.0067 (0.24)	0.0444*** (5.47)	-0.0043 (-0.18)	-0.0280 (-0.87)
LCS*PROFIT _{t-2}	0.0366*** (2.63)	0.0190 (1.09)	-0.0431** (-2.34)	-0.0231 (-0.98)	0.0270 (1.08)
<i>Control variables</i>					
CF _t	-0.0634** (-2.49)	-0.0799*** (-3.82)	-0.0960*** (-4.80)	-0.0817*** (-3.85)	-0.0643*** (-2.68)
CF _{t-1}	0.0907*** (4.16)	0.0825*** (4.90)	0.1088*** (5.09)	0.0885*** (5.43)	0.0730*** (3.73)
SG _{t-1}	0.0015 (-0.37)	0.0093* (1.87)	0.0102 (1.47)	0.0087* (1.95)	0.0059 (0.93)
DEBT _{t-1}	-0.0329 (-1.33)	-0.0235 (-1.02)	0.0127 (0.42)	-0.0040 (-0.18)	-0.0150 (-0.64)
CASH _{t-1}	0.1952*** (7.04)	0.2816*** (10.06)	0.3082*** (9.40)	0.2517*** (9.58)	0.2543*** (10.08)
PROFIT _t	0.0520*** (4.73)	0.0473*** (3.71)	0.0457*** (3.53)	0.0505*** (3.10)	0.0404*** (2.60)
PROFIT _{t-1}	-0.0292*** (-2.70)	-0.0314*** (-2.99)	-0.0345*** (-2.81)	-0.0262* (-1.77)	-0.0271 (-1.49)
PROFIT _{t-2}	-0.0383*** (-5.62)	-0.0303*** (-4.69)	-0.0194*** (-3.00)	-0.0220** (-1.99)	-0.0269*** (-3.47)

Seluruh *level variable* telah distandarisasi dengan *Net Assets* dan *flow variable* telah dijadikan rasio pada *Average Net Assets*. Semua variabel telah melalui proses *winsor* dengan asumsi batas *outlier* 1%. ***signifikan pada 1%, **signifikan pada 5%, *signifikan pada 10%.

Sumber: Hasil Pengolahan Data Penulis

Hasil regresi pada Tabel 4 menunjukkan bahwa untuk setiap penambahan arus kas sebesar Rp1, perusahaan pada tahap *maturity* cenderung mengurangi investasinya pada *working capital* sebesar Rp0.0073 (-0.0960+0.0887). Hal ini disebabkan karena perusahaan pada tahap ini dinilai sudah mapan dimana perusahaan memiliki aset likuid dalam jumlah besar dan dapat mengelola kegiatan operasinya dengan lebih efisien sehingga perusahaan memperoleh keuntungan yang tinggi dan secara keseluruhan memiliki nilai yang tinggi (Kaplan dan Zingales, 1997; Lewellen dan Lewellen, 2016). Perusahaan dengan nilai yang tinggi sudah tidak perlu melakukan manajemen likuiditas secara berlebihan, karena perusahaan sudah memiliki jumlah aset lancar yang cukup untuk membiayai hutang jangka pendeknya (Wang, 2002).

Tabel 5: Hasil Regresi dengan Variabel Dependen INV

Dependent Variable	INTRO	GROWTH	MATURITY	DECLINE	SHAKEOUT
	INV _t	INV _t	INV _t	INV _t	INV _t
Intercept	0.0369 (0.60)	0.0198 (0.38)	0.0410 (0.57)	0.0283 (0.42)	0.0483 (1.30)
Life Cycle Stage (LCS)	0.0065 (0.21)	0.0446 (1.02)	-0.0172 (-0.35)	-0.0055 (-0.06)	-0.1168 (-1.13)
<i>Interaction variables</i>					
LCS*CF _t	0.1182 (0.77)	0.0056 (0.04)	0.2416* (1.91)	-0.1256 (-0.60)	-0.3299*** (-3.08)
LCS*CF _{t-1}	-0.1052 (-0.73)	-0.0201 (-0.18)	-0.1298 (-0.99)	-0.0885 (-0.63)	0.3861*** (3.68)
LCS*SG _{t-1}	-0.0090 (-0.39)	0.0602* (1.73)	-0.0456 (-1.32)	0.0787*** (3.13)	-0.0876 (-1.59)
LCS*DEBT _{t-1}	0.1000* (1.95)	0.0303 (0.46)	-0.0315 (-0.36)	-0.1494 (-1.03)	-0.0516 (-0.24)
LCS*CASH _{t-1}	0.2852*** (3.46)	-0.0289 (-0.38)	-0.2316** (-2.32)	0.1799 (1.25)	0.1924 (1.14)
LCS*PROFIT _t	-0.0313 (-0.41)	-0.0356 (-0.78)	-0.2749** (-2.22)	0.2488*** (7.50)	-0.2877*** (-3.63)
LCS*PROFIT _{t-1}	0.0244 (0.28)	-0.0918 (-1.33)	0.0097 (0.11)	-0.1687** (-2.18)	0.3367** (2.04)
LCS*PROFIT _{t-2}	-0.0063 (-0.09)	0.1783** (2.32)	-0.0323 (-0.69)	0.0360 (0.29)	-0.2813** (-2.16)
<i>Control variables</i>					
CF _t	0.6294*** (7.22)	0.6459*** (7.21)	0.5589*** (4.97)	0.6734*** (6.88)	0.6864*** (8.20)
CF _{t-1}	0.2024*** (2.99)	0.1809*** (2.86)	0.2288*** (2.83)	0.1968*** (3.29)	0.1293** (2.57)
SG _{t-1}	-0.0158 (-1.17)	-0.0334** (-2.01)	-0.0056 (-0.59)	-0.0260*** (-3.10)	-0.0082 (-0.78)
DEBT _{t-1}	-0.0991 (-1.11)	-0.0700 (-0.75)	-0.0605 (-0.57)	-0.0567 (-0.70)	-0.0523 (-0.92)
CASH _{t-1}	0.1256 (1.63)	0.1984*** (3.13)	0.2817*** (2.97)	0.1591** (2.14)	0.1387** (2.19)
PROFIT _t	0.0269 (0.48)	0.0191 (0.42)	0.0529 (1.35)	-0.0790** (-2.12)	0.0396 (0.79)

	INTRO	GROWTH	MATURITY	DECLINE	SHAKEOUT
Dependent Variable	INV _t	INV _t	INV _t	INV _t	INV _t
PROFIT _{t-1}	-0.0726* (-1.81)	-0.0520* (-1.92)	-0.0780** (-2.05)	-0.0323 (-1.16)	-0.1005*** (-3.95)
PROFIT _{t-2}	0.0136 (0.56)	-0.0219 (-1.48)	0.0252 (1.51)	0.0052 (0.13)	0.0383* (1.95)

Seluruh *level variable* telah distandarisasi dengan *Net Assets* dan *flow variable* telah dijadikan rasio pada *Average Net Assets*. Semua variabel telah melalui proses *winsor* dengan asumsi batas *outlier*.
 ***signifikan pada 1%, **signifikan pada 5%, *signifikan pada 10%.

Sumber: Hasil Pengolahan Data Penulis

Tabel 5 menunjukkan bahwa perusahaan pada tahap *maturity* cenderung bergantung pada arus kas untuk mendanai investasinya dimana untuk setiap penambahan Rp1 arus kas, perusahaan cenderung meningkatkan investasinya sebesar Rp0.8005 (0.5589+0.2416). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan pada tahap *maturity* memiliki sensitivitas arus kas investasi yang lebih tinggi daripada tahap lainnya. Artinya, berdasarkan penelitian penulis pada perusahaan-perusahaan di Indonesia menunjukkan bahwa sensitivitas arus kas investasi tidak dapat mencerminkan kendala keuangan. Pernyataan ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Fazzari *et al.*, (1988). Akan tetapi, hasil penelitian penulis konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Kaplan dan Zingales (1997) bahwa perusahaan dengan kendala keuangan yang rendah cenderung bergantung pada arus kas internal untuk mendanai kegiatan investasinya terlepas dari kemudahannya untuk memperoleh pendanaan eksternal. Hal ini disebabkan karena perusahaan sudah dinilai mapan dan memiliki modal internal dalam jumlah yang tinggi sehingga perusahaan sudah mulai melepas keterikatannya terhadap pendanaan eksternal. Oleh karena itu, perusahaan pada tahap *maturity* cenderung memiliki sensitivitas arus kas yang lebih tinggi.

Akan tetapi, peluang investasi yang menguntungkan sudah menurun pada tahap *maturity*, sehingga ketika keuntungan yang diperoleh perusahaan sudah terlalu tinggi, perusahaan justru cenderung mengurangi investasinya. Perusahaan cenderung menyimpan keuntungannya sehingga memiliki jumlah *retained earnings* yang tinggi (Owen dan Yawson, 2010).

Pengurangan investasi juga dilakukan oleh perusahaan pada tahap *shakeout* dengan kondisi yang sama. Perusahaan pada tahap ini lebih memilih menyimpan keuntungannya agar dapat digunakan untuk mendanai kegiatan operasionalnya dibandingkan untuk berinvestasi. Hal ini disebabkan oleh penurunan pendapatan perusahaan yang menyebabkan arus kas operasi bernilai negatif, sehingga penggunaan arus kas akan lebih diprioritaskan untuk mendanai kegiatan operasinya (Drobetz *et al.*, 2016).

Tabel 6: Hasil Regresi dengan Variabel Dependen ΔDEBT

	INTRO	GROWTH	MATURITY	DECLINE	SHAKEOUT
Dependent Variable	ΔDEBT _t	ΔDEBT _t	ΔDEBT _t	ΔDEBT _t	ΔDEBT _t
Intercept	0.0953*** (4.34)	0.0907*** (4.17)	0.1186*** (5.14)	0.1158*** (5.42)	0.1161*** (6.06)
Life Cycle Stage (LCS)	0.0580*** (4.30)	0.0373*** (2.63)	-0.0436** (-2.21)	-0.0668 (-1.49)	-0.0934*** (-6.29)
<i>Interaction variables</i>					
LCS*CF _t	-0.0131 (-0.26)	-0.0516 (-1.47)	0.0269 (0.74)	0.1586*** (2.76)	0.0084 (0.19)
LCS*CF _{t-1}	0.0684** (2.18)	0.0921 (1.62)	-0.0600 (-1.20)	-0.1639*** (-3.91)	0.0660 (1.63)
LCS*SG _{t-1}	-0.0016	0.0242**	-0.0183**	0.0066	-0.0189

Dependent Variable	INTRO	GROWTH	MATURITY	DECLINE	SHAKEOUT
	$\Delta DEBT_t$	$\Delta DEBT_t$	$\Delta DEBT_t$	$\Delta DEBT_t$	$\Delta DEBT_t$
	(-0.24)	(2.25)	(-2.04)	(0.25)	(-1.12)
LCS*DEBT _{t-1}	0.0311	0.0133	-0.0828	0.1064	-0.0493
	(0.76)	(0.63)	(-1.59)	(1.44)	(-1.01)
LCS*CASH _{t-1}	0.1861**	-0.0395	-0.0699	0.1468	0.0522*
	(2.46)	(-1.06)	(-1.29)	(0.87)	(1.66)
LCS*PROFIT _t	0.0248	0.0500	-0.0011	-0.0286	-0.0507***
	(0.86)	(1.40)	(-0.06)	(-0.87)	(-2.80)
LCS*PROFIT _{t-1}	-0.0587**	0.0089	0.0378	0.0246*	0.0182
	(-2.12)	(0.44)	(1.38)	(1.88)	(0.71)
LCS*PROFIT _{t-2}	0.0719**	0.0022	-0.0372**	-0.0415***	-0.0154
	(2.51)	(0.15)	(-2.49)	(-2.71)	(-0.38)
<i>Control variables</i>					
CF _t	-0.1415***	-0.1455***	-0.1521***	-0.1929***	-0.1594***
	(-4.11)	(-5.86)	(-6.47)	(-9.26)	(-4.68)
CF _{t-1}	0.1146***	0.1095***	0.1451***	0.1599***	0.1204***
	(2.72)	(2.71)	(4.79)	(4.61)	(3.24)
SG _{t-1}	-0.0020	-0.0085**	0.0031	-0.0005	0.0011
	(-0.56)	(-2.24)	(0.59)	(-0.18)	(0.26)
DEBT _{t-1}	-0.2380***	-0.2259***	-0.1951***	-0.2436***	-0.2213***
	(-6.00)	(-6.00)	(-4.45)	(-5.55)	(-6.54)
CASH _{t-1}	0.0506	0.1052**	0.1239*	0.0676	0.0801*
	(1.03)	(2.24)	(1.85)	(1.31)	(1.69)
PROFIT _t	0.0493**	0.0474**	0.0563***	0.0592***	0.0589***
	(2.38)	(2.31)	(3.31)	(2.78)	(2.85)
PROFIT _{t-1}	-0.0320**	-0.0485**	-0.0506***	-0.0522***	-0.0514**
	(-2.01)	(-2.15)	(-2.63)	(-2.63)	(-2.42)
PROFIT _{t-2}	-0.0325**	-0.0169	-0.0063	-0.0002	-0.0096
	(-2.01)	(-1.24)	(-0.44)	(-0.02)	(-0.64)

Seluruh *level variable* telah distandarisasi dengan *Net Assets* dan *flow variable* telah dijadikan rasio pada *Average Net Assets*. Semua variabel telah melalui proses *winsor* dengan asumsi batas *outlier* 1%. ***signifikan pada 1%, **signifikan pada 5%, *signifikan pada 10%.

Sumber: Hasil Pengolahan Data Penulis

Tabel 6 menunjukkan sensitivitas arus kas pembiayaan dari perusahaan pada masing-masing tahap. Berdasarkan Tabel 6, kita dapat melihat bahwa perusahaan pada tahap *decline* cenderung bergantung pada arus kas untuk melunasi hutangnya. Ketika arus kas yang dimiliki perusahaan meningkat sebesar Rp1, perusahaan cenderung melunasi hutangnya sebesar Rp0.0343 (-0.1929+0.1586). Hal ini disebabkan oleh penurunan profitabilitas yang dialami oleh perusahaan pada tahap *decline*, sehingga perusahaan harus membayar biaya yang mahal untuk memperoleh pendanaan eksternal. Oleh karena itu, perusahaan pada tahap ini sudah tidak lagi mementingkan peningkatan modal, melainkan pada pembiayaan kegiatan operasi dan pelunasan hutangnya (Drobetz et al., 2016).

Tabel 7: Hasil Regresi dengan Variabel Dependen ΔEQ

	INTRO	GROWTH	MATURITY	DECLINE	SHAKEOUT
Dependent Variable	ΔEQ_t	ΔEQ_t	ΔEQ_t	ΔEQ_t	ΔEQ_t
Intercept	0.0289*** (4.05)	0.0424*** (6.18)	0.0518*** (5.77)	0.0495*** (5.53)	0.0492*** (4.70)
Life Cycle Stage (LCS)	0.0741*** (3.57)	-0.0161 (-1.10)	-0.0332*** (-3.65)	-0.0443*** (-4.47)	-0.0473*** (-4.12)
<i>Interaction variables</i>					
LCS*CF _t	-0.0745* (-1.87)	-0.1158** (-2.39)	0.0610*** (3.64)	0.0891*** (6.21)	0.0525*** (2.67)
LCS*CF _{t-1}	0.0038 (0.09)	0.1136*** (2.65)	-0.0298 (-1.52)	-0.0652*** (-2.73)	0.0083 (0.33)
LCS*SG _{t-1}	0.0016 (0.19)	0.0215* (1.68)	-0.0233** (-2.28)	-0.0105* (-1.83)	-0.0083 (-1.08)
LCS*DEBT _{t-1}	0.0104 (0.41)	0.0489** (2.03)	-0.0504*** (-5.61)	0.0282 (1.19)	-0.0060 (-0.46)
LCS*CASH _{t-1}	0.1682 (1.26)	0.2802*** (7.50)	-0.1581*** (-4.15)	-0.0601 (-1.00)	-0.1669** (-2.23)
LCS*PROFIT _t	0.0323*** (2.62)	0.0846*** (2.81)	-0.0261*** (-3.32)	-0.0461** (-2.55)	-0.0262** (-2.27)
LCS*PROFIT _{t-1}	-0.0246 (-1.13)	-0.0524 (-1.20)	0.0181*** (2.98)	0.0281 (1.61)	0.0256 (1.53)
LCS*PROFIT _{t-2}	-0.0363 (-1.61)	-0.0262 (-1.06)	0.0238 (1.43)	0.0172* (1.89)	0.0318*** (2.67)
<i>Control variables</i>					
CF _t	-0.0614*** (-3.40)	-0.0649*** (-7.10)	-0.0920*** (-4.97)	-0.1005*** (-6.11)	-0.0898*** (-5.47)
CF _{t-1}	0.0328** (2.41)	0.0174 (1.40)	0.0436** (2.28)	0.0459*** (2.92)	0.0369** (2.13)
SG _{t-1}	0.0090* (1.89)	0.0034 (0.66)	0.0154* (1.86)	0.0103* (1.78)	0.0110* (1.80)
DEBT _{t-1}	0.0663*** (3.65)	0.0681*** (3.82)	0.0906*** (5.03)	0.0692*** (3.71)	0.0693*** (3.56)
CASH _{t-1}	-0.0492 (-1.32)	-0.0660** (-2.56)	0.0469 (1.17)	-0.0135 (-0.46)	0.0118 (0.36)
PROFIT _t	0.0182*** (3.25)	0.0168*** (3.61)	0.0309*** (5.82)	0.0398*** (4.85)	0.0297*** (7.76)
PROFIT _{t-1}	-0.0038 (-1.13)	0.0012 (0.15)	-0.0087 (-1.49)	-0.0154* (-1.77)	-0.0129* (-1.71)
PROFIT _{t-2}	-0.0004 (-0.12)	-0.0085 (-1.25)	-0.0150** (-2.21)	-0.0156** (-2.02)	-0.0126** (-2.07)

Seluruh *level variable* telah distandarisasi dengan *Net Assets* dan *flow variable* telah dijadikan rasio pada *Average Net Assets*. Semua variabel telah melalui proses *winsor* dengan asumsi batas *outlier* 1%. ***signifikan pada 1%, **signifikan pada 5%, *signifikan pada 10%.

Sumber: Hasil Pengolahan Data Penulis

Tabel 7 menunjukkan bahwa perusahaan pada tiap tahapan memiliki kecenderungan yang sama, dimana perusahaan cenderung mengurangi penerbitan saham seiring meningkatnya arus kas. Setiap penambahan arus kas sebesar Rp1, perusahaan pada tahap *growth* mengurangi penerbitan saham sebesar Rp0.1807 (-0.0649-0.1158), diikuti oleh tahap *introduction* sebesar Rp0.1359 (-0.0614-0.0745), *shakeout* sebesar Rp0.0373 (-0.0898+0.0525), *maturity* sebesar Rp0.0310 (-0.0920+0.0610), dan *decline* sebesar Rp0.0114 (-0.1005+0.0891). Hal ini disebabkan karena perusahaan memiliki kecenderungan untuk mencari pendanaan dengan resiko yang paling rendah, sehingga sumber pendanaan yang paling pertama digunakan adalah modal internal dalam bentuk *retained earnings*, kemudian diikuti oleh pendanaan eksternal dalam bentuk hutang, dan penerbitan saham baru merupakan pilihan yang terakhir. Penerbitan saham baru menjadi pilihan terakhir karena tindakan ini dapat memberikan sinyal negatif bahwa perusahaan tidak dapat menghasilkan keuntungan—dimana perusahaan tidak memiliki modal internal yang cukup—dan perusahaan tidak dapat membayar hutangnya, sehingga perusahaan beralih pada pilihan terakhir yaitu dengan menerbitkan saham baru. Hal ini membuat investor mengambil kesimpulan bahwa harga saham sedang *overvalue* dan perusahaan sedang berusaha memperoleh dana sebelum harga saham jatuh (Myers dan Majluf, 1984).

Tabel 8: Hasil Regresi dengan Variabel Dependen SHDIS

	INTRO	GROWTH	MATURITY	DECLINE	SHAKEOUT
Dependent Variable	SHDIS _t	SHDIS _t	SHDIS _t	SHDIS _t	SHDIS _t
Intercept	-0.0209*** (-3.01)	-0.0206*** (-3.58)	-0.0234*** (-4.13)	-0.0193*** (-3.39)	-0.0182*** (-2.60)
Life Cycle Stage (LCS)	0.0035 (0.67)	0.0046 (1.02)	0.0092* (1.86)	-0.0118 (-1.18)	-0.0163* (-1.95)
<i>Interaction variables</i>					
LCS*CF _t	0.0336 (1.47)	-0.0086 (-0.41)	-0.0107 (-0.88)	0.0145 (0.69)	-0.0231 (-1.28)
LCS*CF _{t-1}	-0.0246 (-1.36)	-0.0098 (-0.60)	0.0087 (0.64)	0.0020 (0.12)	0.0335** (2.45)
LCS*SG _{t-1}	-0.0054* (-1.67)	0.0050* (1.66)	0.0022 (0.56)	0.0009 (0.17)	-0.0036** (-2.00)
LCS*DEBT _{t-1}	-0.0097 (-0.89)	-0.0078 (-1.64)	0.0002 (0.02)	-0.0071 (-0.69)	0.0213* (1.80)
LCS*CASH _{t-1}	0.0369** (2.36)	0.0072 (0.50)	-0.0562*** (-3.80)	0.0812** (1.99)	0.0298** (2.33)
LCS*PROFIT _t	0.0031 (0.51)	-0.0036 (-0.53)	0.0002 (0.02)	-0.0006 (-0.10)	-0.0097 (-0.95)
LCS*PROFIT _{t-1}	0.0233*** (4.13)	-0.0040 (-1.05)	-0.0022 (-0.20)	-0.0075 (-1.61)	-0.0123 (-1.00)
LCS*PROFIT _{t-2}	-0.0125 (-1.51)	-0.0039 (-0.38)	-0.0093 (-1.25)	0.0168** (2.18)	0.0207*** (2.98)
<i>Control variables</i>					
CF _t	-0.0224*** (-4.44)	-0.0182** (-2.38)	-0.0141 (-1.32)	-0.0211*** (-3.40)	-0.0148* (-1.73)
CF _{t-1}	0.0060** (2.00)	0.0048 (0.79)	-0.0009 (-0.11)	0.0018 (0.37)	-0.0028 (-0.56)
SG _{t-1}	0.0037* (1.02)	0.0007 (0.18)	0.0016** (1.86)	0.0019* (1.18)	0.0028** (1.95)

Dependent Variable	INTRO	GROWTH	MATURITY	DECLINE	SHAKEOUT
	SHDIS _t	SHDIS _t	SHDIS _t	SHDIS _t	SHDIS _t
DEBT _{t-1}	0.0266** (1.89)	0.0266*** (0.51)	0.0249*** (2.32)	0.0271*** (1.81)	0.0223*** (1.96)
CASH _{t-1}	-0.0630*** (-4.06)	-0.0594*** (-4.05)	-0.0347*** (-2.77)	-0.0596*** (-4.02)	-0.0633*** (-4.31)
PROFIT _t	-0.0031 (-1.37)	-0.0018 (-0.51)	-0.0031 (-0.98)	-0.0029 (-0.68)	-0.0012 (-0.42)
PROFIT _{t-1}	-0.0145*** (-4.31)	-0.0077*** (-2.74)	-0.0081** (-2.15)	-0.0067*** (-3.12)	-0.0062* (-1.75)
PROFIT _{t-2}	0.0035 (1.24)	0.0005 (0.14)	0.0018 (0.82)	-0.0043 (-1.13)	-0.0028 (-1.14)

Seluruh *level variable* telah distandarisasi dengan *Net Assets* dan *flow variable* telah dijadikan rasio pada *Average Net Assets*. Semua variabel telah melalui proses *winsor* dengan asumsi batas *outlier* 1%.
 ***signifikan pada 1%, **signifikan pada 5%, *signifikan pada 10%.

Sumber: Hasil Pengolahan Data Penulis

Hasil regresi pada Tabel 8 menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan pada tiap tahapan dalam penggunaan arus kasnya untuk pembagian dividen. Artinya, perusahaan pada tiap tahapan meningkatkan pembagian dividennya pada tingkat yang sama sebagai respon terhadap penambahan arus kas.

KESIMPULAN DAN SARAN

Penulis melakukan penelitian terhadap 538 perusahaan terbuka yang ada di Indonesia selama tahun 2007 sampai dengan 2018. Dalam penelitian ini, ingin melihat hubungan apakah perusahaan pada tahap *introduction* dan *decline* memiliki kendala keuangan yang lebih tinggi dari pada tahap *growth* dan *maturity*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis dari penulis tidak terbukti. Hal ini dapat dilihat dari hasil regresi pada variabel dependen INV yang menunjukkan nilai koefisien yang positif, dimana untuk setiap penambahan Rp1 arus kas, perusahaan pada tahap *maturity* cenderung meningkatkan investasinya sebesar Rp0.8005 (0.5589+0.2416). Artinya, perusahaan pada tahap *maturity* sangat bergantung pada arus kasnya untuk berinvestasi, sehingga perusahaan memiliki sensitivitas arus kas investasi yang tinggi. Di sisi lain, hasil regresi untuk perusahaan pada tahap *introduction*, *growth*, dan *decline* tidak memperlihatkan nilai yang signifikan. Artinya, sensitivitas arus kas investasi tidak dapat mencerminkan kendala keuangan pada perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia. Pernyataan ini bertentangan dengan pandangan Fazzari *et al.*, (1988) yang menjadi dasar penelitian penulis. Akan tetapi, hasil penelitian penulis sejalan dengan pandangan Kaplan dan Zingales (1997) bahwa sensitivitas arus kas investasi tidak mencerminkan kendala keuangan, melainkan mengenai pembiayaan.

Penelitian ini memberikan pengetahuan kepada pihak manajerial bahwa perusahaan pada tahap *growth* harus mampu mengelola penggunaan hutangnya dan dengan efisien karena kapasitas hutang yang terbatas. Perusahaan pada tahap *maturity* dapat menyiapkan solusi terkait menurunnya peluang investasi dan melakukan pengelolaan pendanaan. Penelitian ini juga dapat membantu investor dalam pengambilan keputusan investasi dimana investor perlu menganalisa beberapa faktor seperti nilai fundamental dan siklus hidup perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460.

- <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 613–673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Bulan, L., & Yan, Z. (2009). The Pecking Order Theory and the Firms Life Cycle. *Banking and Finance Letters*, 1(3).
- Coulton, J. J., & Ruddock, C. (2011). Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory. *Accounting and Finance*, 51(2), 381–407. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00356.x>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *Accounting Review*, 86(6), 1969–1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Drobetz, W., Halling, M., & Schröder, H. (2016). Corporate Life-Cycle Dynamics of Cash Holdings. *Swedish House of Finance Research Paper*, 15–07.
- Drobetz, W., Janzen, M., & Meier, I. (2019). Investment and financing decisions of private and public firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, (2000), 225–262. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12367>
- Fazzari, S., Hubbard, G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141–206. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.11.005>
- Gort, M., & Klepper, S. (1982). Time Paths in the Diffusion of Product Innovations. *The Economic Journal*, 92, 630. <https://doi.org/10.2307/2232554>
- Hasan, M. M., Hossain, M., Cheung, A. W. K., & Habib, A. (2015). Corporate life cycle and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 11(1), 46–60. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.002>
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215. <https://doi.org/10.2307/2951280>
- Lewellen, J., & Lewellen, K. (2016). Investment and Cash Flow: New Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(4), 1135–1164. <https://doi.org/10.1017/S002210901600065X>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Owen, S., & Yawson, A. (2010). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of Banking and Finance*, 34(2), 427–440. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.003>
- Salehnejad, S. H., & Shahiazar, M. A. (2014). The Relationship between Capital Structure and the Life Cycle Listed in Tehran Stock Exchange. *Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review*, 3(6), 76–86. <https://doi.org/10.12816/0018180>
- Wang, Y. J. (2002). Liquidity management, operating performance, and corporate value: Evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, 12(2), 159–169. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(01\)00047-0](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(01)00047-0)