

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan salah satu pokok pembahasan yang terus menarik perhatian dari waktu ke waktu dalam literatur keuangan. Kebijakan perusahaan untuk membayarkan dividen sering dihubungkan dengan salah satu upaya untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Rasyid, Sudarto & Najmudin, 2019). Mengacu pada *bird in the hand theory* dengan mempertimbangkan ketidakpastian, investor cenderung memiliki preferensi untuk memilih dividen daripada *capital gain* (Baker, Dewasiri, Yatiwelle & Azeez, 2019). Perusahaan sering menghadapi *trade off* terhadap pembayaran dividen. Terdapat sejumlah faktor yang perlu dipertimbangkan oleh perusahaan untuk memutuskan besar kecilnya dividen yang dibayarkan ke investor, seperti profitabilitas, siklus hidup perusahaan, *firm size*, *free cash flow*, *growth*, dan *leverage* (Singla & Samanta, 2018).

Beberapa studi sebelumnya telah memberi perhatian terhadap determinan kebijakan dividen. Dari beberapa faktor tersebut, studi ini akan fokus untuk menggunakan *free cash flow* dan *leverage* sebagai variabel independen dan satu faktor sebagai variabel pemoderasi yaitu *firm size*. Menurut (Dewasiri, Yatiwelle, Azeez, Jayarathne, Kurupparachchi & Weerasinghe, 2019; Fama & French, 2001) perusahaan akan membayar dividen karena adanya *free cash flow*, yaitu arus kas yang menunjukkan ketersediaan kas untuk investor (Brigham & Daves, 2008). Adanya *free cash flow* menimbulkan masalah keagenan karena manajemen seringkali menggunakan dana yang seharusnya untuk membayar dividen kepada investor justru digunakan untuk melakukan investasi. Pembayaran dividen mengurangi aliran kas bebas yang tersedia bagi manajer untuk melakukan investasi berlebihan dan tidak menguntungkan. Hal tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow* dapat digunakan sebagai prediktor kebijakan dividen (Aristantia & Putra, 2015).

Baker *et al.*, (2019); Dewasiri *et al.*, (2019); Mangundap, Ilat & Pusung, (2018); dan Thanatawee, (2011) menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen, artinya dividen akan tinggi ketika *free cash flow* perusahaan tinggi. Pemegang saham akan menuntut manajemen untuk memberikan dividen ketika *free cash flow* tinggi. Hal tersebut dilakukan agar

manajemen tidak menggunakan arus kas bebas yang cenderung merugikan pemegang saham. Sedangkan Harun & Jeandry (2018) dan Arifah (2016) pada penelitiannya, menemukan kondisi sebaliknya bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif pada pembayaran dividen. Adanya *free cash flow* digunakan untuk menjaga kecukupan modal dan membiayai kegiatan investasi. Perusahaan akan membayar dividen setelah modal digunakan untuk membiayai investasi.

Studi yang lain menemukan bahwa *leverage* berpengaruh pada kebijakan dividen. *Leverage* merupakan sejauh mana perusahaan dibiayai oleh hutang (Brigham & Daves, 2008). *Leverage* yang tinggi mengakibatkan biaya bunga dan beban utang yang harus dibayar juga semakin tinggi sehingga dividen yang dibagikan rendah (Yasa & Wirawati, 2016). Jika *leverage* suatu perusahaan rendah, maka keuntungan perusahaan digunakan melalui pembayaran dividen untuk kepentingan pemegang saham (Lutfiana & Riduwan, 2018; Singla & Samanta, 2018). Studi di pasar berkembang Sri Lanka menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Baker *et al.*, 2019; Dewasiri *et al.*, 2019). Dengan tingkat hutang yang tinggi, maka perusahaan akan lebih fokus pada pembayaran hutang jangka pendek maupun jangka panjang sehingga menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Sementara Thanatawee (2011) dan Apriliyona & Asyik (2020) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh positif pada pembayaran dividen. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan pembiayaan utang untuk membayar dividen. Hutang digunakan sebagai pelicin dan dapat dimanfaatkan untuk memperbesar laba. Hutang diperbolehkan selama mampu memberi *value* bagi perusahaan berupa peningkatan DPR.

Adanya perbedaan hasil penelitian terdahulu tentang determinan kebijakan dividen dimungkinkan salah satunya oleh faktor *firm size* sebagai variabel moderasi (Trisna & Gayatri, 2019; Ulfa, Wijaya & Ubaidillah, 2020). *Firm size* dijadikan sebagai moderasi didasarkan pada argumentasi bahwa perusahaan yang lebih besar akan lebih mampu membayar dividen yang lebih tinggi (Devi & Erawati, 2014). *Firm size* dilihat sebagai faktor penting dalam keputusan keuangan internal perusahaan, yaitu dalam membiayai kebutuhan operasional dan pertimbangan untuk menentukan besaran kebijakan dividen. Semakin besar ukuran perusahaan,

semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Ezeoha, 2008; Nur, 2018; Suwardika & Mustanda, 2017). Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki alternatif sumber pendanaan yang lebih banyak sehingga akan memperkuat pengaruh positif *cash flow* terhadap kemampuan perusahaan membayar dividen yang lebih tinggi dan sebaliknya. Demikian halnya, dari segi *leverage*, perusahaan besar yang sudah mapan memiliki laba yang relatif stabil dan memiliki sumber pendanaan yang lebih beragam sehingga perusahaan lebih mampu membayar dividen tanpa banyak tergantung pada besaran utang sehingga akan memperlemah pengaruh negatif *leverage* terhadap kemampuan perusahaan membayar dividen (Trisna & Gayatri, 2019).

Mengacu penjelasan di atas, penelitian ini bertujuan untuk: 1) Menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen 2) Menganalisis pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen 3) Menganalisis pengaruh *firm size* dalam memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen 4) Menganalisis *firm size* dalam memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi kepada investor untuk memahami pendorong pembayaran dividen dan perusahaan untuk membuat kebijakan dividen yang tepat sehingga dapat menarik dan mempertahankan investor. Selain itu, juga diharapkan dapat menambah wawasan, literatur, dan sebagai penunjang penelitian selanjutnya.

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Bird in the hand theory

Bird in the hand theory adalah teori yang beranggapan bahwa investor memandang lebih berharga “satu burung di tangan (dividen saat ini) daripada seribu burung di udara (*capital gain* di masa yang akan datang)”. Karena ketidaksempurnaan pasar dan ketidakpastian, keuntungan modal di masa depan memiliki risiko yang lebih besar. Sehingga, investor cenderung memiliki preferensi untuk memilih dividen daripada keuntungan modal masa depan (Gordon, 1959, 1962 dan Lintner, 1956).

Agency theory

Agency theory adalah teori yang menjelaskan adanya perbedaan kepentingan antara pemegang saham (*principals*) dan manajer (*agents*) yang akan

menimbulkan konflik (Jensen & Meckling, 1976). Dalam penelitian ini, *free cash flow* dapat menimbulkan konflik karena manajer cenderung tidak ingin membagikan *free cash flow*, sementara pemegang saham menginginkan dividen (Chosiah, Purwanto & Ermawati, 2019; Jensen, 1986). Jika konflik ini muncul dapat menimbulkan biaya agensi (*agency cost*). Oleh karena itu, perusahaan disarankan untuk membayar dividen guna mengurangi konflik (Pradana & Sanjaya, 2017).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan penggunaan laba yang menjadi hak pemegang saham. Pada dasarnya laba tersebut dapat didistribusikan sebagai dividen atau menahannya sebagai kegiatan investasi kembali. Rasio yang dipakai untuk melihat kebijakan dividen yaitu *Dividend Payout Ratio* (DPR) atau persentase laba yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai (Wahjudi, 2020).

Free Cash Flow

Free cash flow menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. *Free cash flow* merupakan kas yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi dan dapat didistribusikan kepada pemegang saham (Dewi & Priyadi, 2016). Sehingga dapat disimpulkan bahwa *Free cash flow* (FCF) adalah arus kas yang tersedia setelah digunakan untuk membiayai investasi dan dapat dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen.

Leverage

Leverage adalah kemampuan sejauh mana perusahaan dibiayai oleh hutang (Brigham & Daves, 2008). Harahap (2015) mengungkapkan rasio *leverage* merupakan rasio yang mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai melalui pendanaan eksternal atau utang dengan kemampuan yang digambarkan melalui ekuitas. Rasio *leverage* yang sering digunakan adalah *Debt to Equity Ratio* atau disingkat DER yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur proporsi besarnya hutang dibandingkan dengan modal (Wahjudi, 2020).

Firm Size

Menurut Khalid & Rehman (2015) *Firm size* merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan yang diukur menggunakan logaritma natural dari total asset. Besar kecilnya suatu perusahaan berpengaruh terhadap dividen yang akan dibayarkan kepada investor. Perusahaan besar lebih mudah memasuki pasar modal.

Sementara itu, perusahaan kecil cenderung mengalami kesulitan akses untuk masuk ke pasar modal, sehingga kemampuan perusahaan dalam mendapatkan modal dari pasar modal terbatas (Heryunda, 2018).

Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen

Free cash flow (FCF) adalah arus kas yang tersedia setelah digunakan untuk membiayai investasi dan dapat dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen. Namun, adanya *free cash flow* seringkali menimbulkan masalah keagenan (Giriati, 2016). Manajer terkadang tidak ingin mendistribusikan kas yang ada kepada pemegang saham melainkan ingin menggunakannya untuk kepentingan pribadi, seperti investasi dalam proyek tidak menguntungkan atau bahkan proyek berkinerja rendah yang mengarah pada *overinvestment* (Chosiah *et al.*, 2019; Jensen, 1986). Untuk mengatasi potensi masalah keagenan tersebut pemegang saham berusaha meminimalkan *free cash flow* melalui pembagian dividen yang lebih tinggi (Kadioglu & Aykut, 2017). Dengan demikian, tingginya *free cash flow* mempengaruhi tingginya *dividend payout ratio* atau sebaliknya (Jensen, 1986). Selain itu, sejalan *bird in the hand theory* yang menjelaskan bahwa pemegang saham lebih menyukai bila perusahaan melakukan pembayaran dividen daripada *capital gain* untuk mengurangi ketidakpastian (Putri & Putra, 2017). Beberapa penelitian sebelumnya telah membuktikan adanya pengaruh positif *free cash flow* terhadap tingkat pembayaran dividen (Amidu & Abor, 2006; Arko & Abor, 2014; Baker *et al.*, 2007; Faccio, Lang & Young, 2001; Gomes, 2000). Berdasarkan uraian tersebut, maka muncul hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Leverage Terhadap Kebijakan Dividen

Leverage adalah kemampuan sejauh mana perusahaan dibiayai oleh hutang (Brigham & Daves, 2008). Rasio *leverage* yang sering digunakan adalah *Debt to Equity Ratio* atau disingkat DER (Wahjudi, 2020). Jensen (1986) berpendapat bahwa *leverage* juga digunakan sebagai pengganti dividen untuk meminimalkan masalah keagenan. Perusahaan yang memiliki hutang tinggi memungkinkan perusahaan untuk menggunakan arus kas bebas sebagai sumber pembayaran pokok atau bunga. Semakin tinggi rasio *leverage* maka akan menurunkan kemampuan untuk membayar dividen. Penelitian sebelumnya juga menemukan bahwa utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Afza &

Mirza, 2011; Dewi, 2008; John & Muthusamy, 2010; Lopolusi, 2013; Puspita, 2009; Sunarya, 2013). Berdasarkan uraian tersebut, maka muncul hipotesis penelitian sebagai berikut:

H2: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen: Firm Size Sebagai Pemoderasi

Perusahaan besar yang sudah mapan mampu menghasilkan keuntungan dan *free cash flow* yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil (Isrianto & Kartini, 2019; Trisna & Gayatri, 2019). Perusahaan yang sudah mapan memiliki peluang pertumbuhan yang rendah, sehingga kebutuhan kas untuk kegiatan investasi juga berkurang. Dalam hal ini *free cash flow* pada perusahaan dapat dibagikan dalam bentuk dividen. Dengan kuatnya posisi kas semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam membayar dividen (Darmawan, 2011). Sebaliknya, perusahaan yang masih kecil memiliki tingkat pertumbuhan tinggi, sehingga *free cash flow* akan cenderung lebih banyak digunakan sebagai investasi (Sindhu, 2014). Selain itu, perusahaan yang memiliki ukuran lebih besar memiliki alternatif sumber pendanaan yang lebih banyak sehingga untuk pembayaran dividen tidak hanya mengandalkan pendanaan internal perusahaan. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi dan ukuran perusahaan yang lebih besar cenderung mampu membayar dividen yang lebih tinggi. Berdasarkan uraian tersebut, maka muncul hipotesis penelitian sebagai berikut:

H3: *Firm Size* mampu memperkuat pengaruh positif *free cash flow* terhadap kebijakan dividen

Leverage Terhadap Kebijakan Dividen: Firm Size Sebagai Pemoderasi

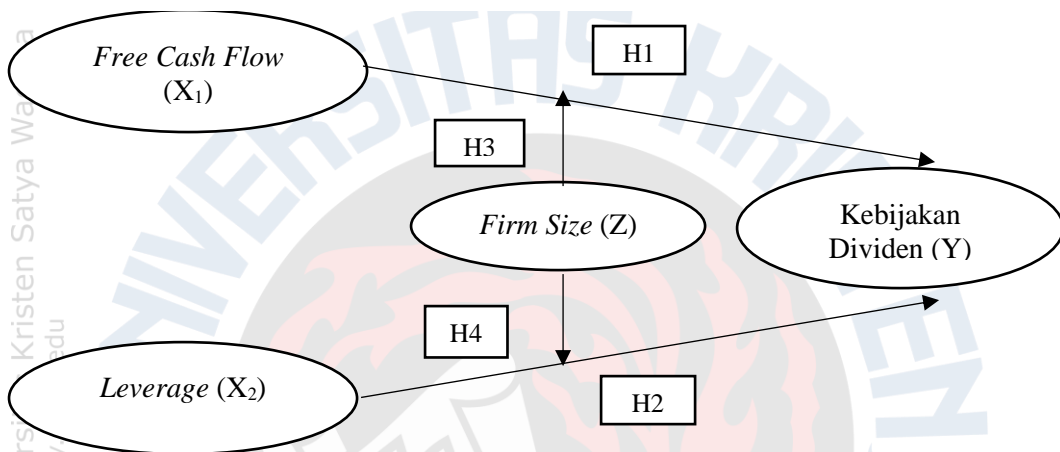
Meskipun *leverage* diduga berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, namun ukuran perusahaan akan mampu memperlemah dugaan tersebut (Trisna & Gayatri, 2019). Perusahaan besar yang sudah mapan memiliki tingkat laba yang relatif stabil, sehingga peluang mengandalkan sumber pendanaan internal untuk kepentingan operasional maupun investasi lebih besar. Sebaliknya, perusahaan kecil lebih mengandalkan pendanaan eksternal sehingga komposisi pendanaan yang berasal dari utang akan lebih tinggi. Tingginya tingkat utang membuat perusahaan memprioritaskan kewajiban tetapnya yaitu dengan membayar bunga daripada membayar dividen. Trisna & Gayatri (2019) mengidentifikasi bahwa hanya perusahaan besar yang mampu membiayai kewajibannya tanpa mempengaruhi

kebijakan dividennya. Hal ini dikarenakan perusahaan kecil cenderung memilih membayar biaya eksternal perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka muncul hipotesis penelitian sebagai berikut:

H4: *Firm size* mampu memperlemah pengaruh negatif *leverage* terhadap kebijakan dividen

MODEL PENELITIAN

Gambar 1. Model Penelitian



METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) selama lima tahun yaitu periode 2016-2020. Jumlah keseluruhan perusahaan manufaktur diketahui sebanyak 193 perusahaan. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *non-probability sampling* dengan teknik *purposive sampling* yaitu dengan mendapatkan sampel yang didasarkan pada kriteria tertentu yang telah ditentukan (Hanafi & Harto, 2014). Adapun kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

Tabel 1. Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Populasi: Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	193
Pengambilan sampel berdasarkan kriteria (<i>purposive sampling</i>):	
1. Perusahaan yang tidak terdaftar di BEI secara berturut-turut dari tahun 2016-2020	(38)
2. Perusahaan yang tidak melaporkan laporan keuangan periode tahun 2016-2020	(30)
3. Perusahaan yang memiliki laba negatif (rugi) tahun 2016-2020	(60)
4. Perusahaan yang tidak membagikan dividen tahun 2016-2020	(32)
Sampel penelitian	33
Total Observasi	165

Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini merupakan penelitian dengan pendekatan kuantitatif yang merupakan metode untuk menjawab pertanyaan penelitian yang berhubungan dengan data berupa angka dan prosedur statistik (Dianna, 2020). Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder merupakan data yang diperoleh dan dikumpulkan melalui sumber yang telah ada seperti dokumen, buku, dan internet (Ihalauw, 2020). Pengumpulan data yang digunakan oleh peneliti yaitu dengan teknik dokumentasi. Penelitian dokumentasi adalah pengumpulan data melalui analisis dokumen, baik secara tertulis, gambar, atau elektronik (Sukmadinata & Syaodih, 2007). Data dalam penelitian merupakan data laporan keuangan tahunan yang didapatkan dari arsip laporan keuangan perusahaan manufaktur yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id).

Definisi Operasional Variabel

Pada penelitian ini variabel dependen (Y) yang digunakan adalah Kebijakan Dividen (DPR), variabel independen (X) yang digunakan adalah *Free Cash Flow*

(FCF) dan *Leverage* (LEV) sedangkan variabel moderasi (Z) yang digunakan adalah *Firm Size* (SIZE). Dalam penelitian ini juga melibatkan dua variabel kontrol yaitu *growth* (GROWTH) dan *firm age* (AGE).

Variabel Dependen

Variabel dependen atau variabel terikat merupakan variabel yang dipengaruhi karena adanya variabel bebas (Sutama, 2019). Dalam penelitian ini, kebijakan dividen merupakan variabel dependen. Kebijakan dividen merupakan pengembalian atau *return* yang diperoleh oleh pemilik saham atas modal yang disertakan (Martha & Farida, 2017). Kebijakan dividen diproksi dengan *dividend payout ratio* (DPR) yang merupakan rasio antara dividen per saham dan laba per saham. Indikator untuk mengukur DPR menurut Stice & Skousen, (2005) adalah dengan rumus sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{dividend per share}}{\text{earnings per share}} \times 100\%$$

Variabel Independen

Variabel independen/bebas merupakan variabel yang akan mempengaruhi variabel dependen/terikat secara positif atau negatif (Sitorus & Elinarty, 2017).

Yang termasuk variabel bebas dalam penelitian ini adalah:

1. *Free Cash Flow*

Free cash flow merupakan arus kas yang tersisa setelah perusahaan membayar beban operasional dan kebutuhan investasinya (Mangundap *et al.*, 2018). Indikator untuk mengukur FCF menurut Kadioglu & Aykut (2017) adalah dengan rumus sebagai berikut:

$$FCF = \frac{\text{Cash Flow Operations} - \text{Capital Expenditure}}{\text{Total Asset}}$$

2. *Leverage*

Leverage merupakan rasio yang menggambarkan hubungan antara utang terhadap modal. Semakin besar rasio *leverage*, semakin tinggi utang perusahaan. Rasio *leverage* yang sering digunakan adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio ini menunjukkan total hutang terhadap total ekuitas (Wahjudi, 2020). Indikator untuk mengukur *leverage* adalah *Debt to Equity Ratio* (DER) dengan rumus sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Shareholders Equity}} \times 100\%$$

Variabel Moderasi

Variabel moderasi adalah variabel yang mempengaruhi (memperkuat atau memperlemah) hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Dalam penelitian ini, *firm size* digunakan sebagai variabel moderasi. *Firm size* merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan yang diukur menggunakan logaritma natural dari total aset (Khalid & Rehman, 2015). Indikator untuk mengukur *firm size* adalah dengan rumus berikut:

$$SIZE = \text{Ln} (\text{Total Asset})$$

Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel prediktor yang menyebabkan hubungan antara variabel bebas dan terikat menjadi tetap konstan dan menetralkan pengaruh faktor luar yang dapat mengganggu hubungan antara variabel bebas terhadap variabel terikat maupun variabel moderasi (Harsono, 2002). Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah *growth* (X_3) dan *firm age* (X_4).

1. *Growth*

Growth merupakan tingkat pertumbuhan perusahaan yang ditunjukkan oleh pengukuran pertumbuhan tahunan total aset (Naceur *et al.*, 2006). Variabel ini menggambarkan semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka semakin tinggi pula kebutuhan kas untuk mendanai penambahan aset perusahaan. Tingginya kebutuhan kas akan mengakibatkan perusahaan untuk menurunkan pembayaran dividen (Setiawati & Yesisca, 2014). Indikator untuk mengukur *growth* adalah dengan rumus berikut:

$$GROWTH = \frac{\text{Annual total asset } t - \text{Annual total asset } t - 1}{\text{Annual total asset } t - 1}$$

2. *Firm Age*

Firm age merupakan usia perusahaan yang ditunjukkan oleh jumlah tahun sejak perusahaan berdiri sampai perusahaan telah mampu menjalankan aktivitas operasionalnya. Variabel ini menggambarkan bahwa ketika perusahaan sudah berusia dewasa maka pembagian dividen akan meningkat dan sebaliknya

perusahaan yang masih muda akan membagikan dividen dalam jumlah yang lebih kecil. Indikator untuk menentukan usia perusahaan yaitu:

AGE = Tahun dari perusahaan berdiri sampai tahun studi penelitian

Metode Analisis Data

Dalam penelitian ini menggunakan data sekunder berupa data kuantitatif yang berasal dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2016-2020. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji regresi data panel dan uji *moderated regression analysis* (MRA).

1. Uji Regresi Data Panel

Data panel adalah kombinasi antara data runtut waktu (*time series*) dan data silang (*cross section*) (Sakti, 2018). Data panel digunakan untuk menjelaskan hubungan antara satu variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen (Sunengsih & Jaya, 2009).

Persamaan Regresi Data Panel:

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 AGE_{it} + e_{it}$$

Keterangan:

DPR_{it}	= Kebijakan Dividen
α	= Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$	= Koefisien regresi
FCF_{it}	= Variabel <i>Free Cash Flow</i>
LEV_{it}	= Variabel <i>Leverage</i>
$GROWTH_{it}$	= Variabel <i>Growth</i>
AGE_{it}	= Variabel <i>Firm Age</i>
ε	= <i>Error term</i>
t	= Waktu dalam tahun
i	= Banyaknya Manufaktur

2. Uji *Moderated Regression Analysis* (MRA)

Moderated Regression Analysis (MRA) merupakan metode yang digunakan untuk menjelaskan pengaruh dalam memperkuat atau memperlemah hubungan variabel independen dan dependen (Liana, 2009). Sehingga dapat diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 FCF_{it} * SIZE_{it} + \beta_5 DER_{it} * SIZE_{it} + e_{it}$$

Keterangan

DPR_{it} = Kebijakan Dividen

FCF_{it} = *Free Cash Flow*

LEV_{it} = *Leverage*

$SIZE_{it}$ = *Firm Size*

$FCF_{it} * SIZE_{it}$ = Interaksi antara *free cash flow* dan *firm size*

$DER_{it} * SIZE_{it}$ = Interaksi antara *leverage* dan *firm size*

α = Parameter konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = Koefisien regresi berganda

e = error

t = Waktu dalam tahun

i = Banyaknya Manufaktur

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk mengidentifikasi nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan standar deviasi setiap variabel. Hasil deskripsi data dalam variabel penelitian ditunjukkan pada tabel berikut.

Tabel 2. Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Min	Max	Mean	Std.Dev
DPR	0,001	0,993	0,351	0,263
FCF	-0,092	0,474	0,090	0,118
LEV	0,083	3,159	0,747	0,658
Size	26,319	33,495	29,572	1,854
Age	7,000	91,000	43,303	16,339
Growth	-0,608	2,040	0,136	0,302

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Hasil penelitian menunjukkan bahwa rata-rata kebijakan dividen adalah sebesar 35,1% dari laba yang diperoleh. Standar deviasi sebesar 26,3% dengan nilai maksimum dan minimum masing-masing sebesar 99,3% dan 0,10%. *Free cash flow* memiliki nilai rata-rata sebesar 9,00% dengan standar deviasi 11,8%. Tingkat

ketersediaan *free cash flow* tertinggi sebesar 0,474 dan ketersediaan nilai *free cash flow* terendah adalah negatif 0,092. *Leverage* memiliki nilai minimum sebesar 0,083 dan nilai maksimum sebesar 3,159. Rata-rata rasio *leverage* adalah sebesar 0,747 dengan standar deviasi sebesar 0,658 yang berarti bahwa data bersifat homogen. *Firm size* memiliki rentang nilai antara 26,319 hingga 33,495 atau dalam angka normal diperoleh angka sebesar Rp269.351.381.344 hingga Rp351.958.000.000.000. Total rata-rata sebesar Rp6.965.566.116.194 dengan nilai standar deviasi 1,854 menunjukkan bahwa sebaran data *firm size* cukup homogen. *Firm age* memiliki nilai antara 7 sampai 91 tahun dengan nilai rata-rata sebesar 43,303 dan standar deviasi 16,339. *Growth* memiliki nilai pertumbuhan terendah dengan penurunan aset mencapai 60,8% dan pertumbuhan aset tertinggi mencapai 20,40%. Rata-rata variabel *growth* setiap tahun sebesar 13,6% dengan standar deviasi sebesar 30,2%.

Uji Matriks Korelasi

Matriks korelasi memuat koefisien korelasi dari pasangan variabel dalam penelitian ini. Matriks ini digunakan untuk mendapatkan kedekatan hubungan antar variabel. Hasil uji matriks korelasi dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 3. Matriks Korelasi

Correlation t-Statistic	DPR	FCF	LEV	AGE	GROWTH	SIZE
DPR	1,000					
FCF	0,047 0,610	1,000				
LEV	0,178 2,319	0,020 0,264	1,000			
AGE	0,066 0,852	0,127 1,634	-0,052 -0,665	1,000		
GROWTH	0,388 5,384	-0,008 -0,109	0,152 1,973	-0,026 -0,334	1,000	
SIZE	0,303 4,070	0,048 0,613	0,188 2,449	0,060 0,767	0,036 0,466	1,000

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Uji stasioneritas

Dalam menerapkan uji deret waktu (*time series*) disyaratkan stasioneritas periode yang digunakan. Dalam hal ini, sebelum melakukan analisis lebih lanjut perlu dilakukan uji stasioneritas terhadap data yang digunakan. Uji stasioner merupakan uji data yang bertujuan untuk mendapatkan nilai rata-rata yang stabil dan random error sama dengan nol, sehingga model regresi data panel yang digunakan/diperoleh dalam penelitian ini memiliki kemampuan prediksi yang baik dan handal serta menghindari timbulnya regresi lancung (*spurious regression*). Jika nilai $p < 0,05$ maka data tersebut sudah stasioner. Uji stasioner dapat disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 4. Hasil Uji Stasioneritas

Variabel	Nilai Prob.* <i>Augmented Dickey Fuller</i>	Hasil
DPR	0,000	Stasioner
FCF	0,000	Stasioner
LEV	0,000	Stasioner
Size	0,008	Stasioner
Age	0,005	Stasioner
Growth	0,000	Stasioner

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

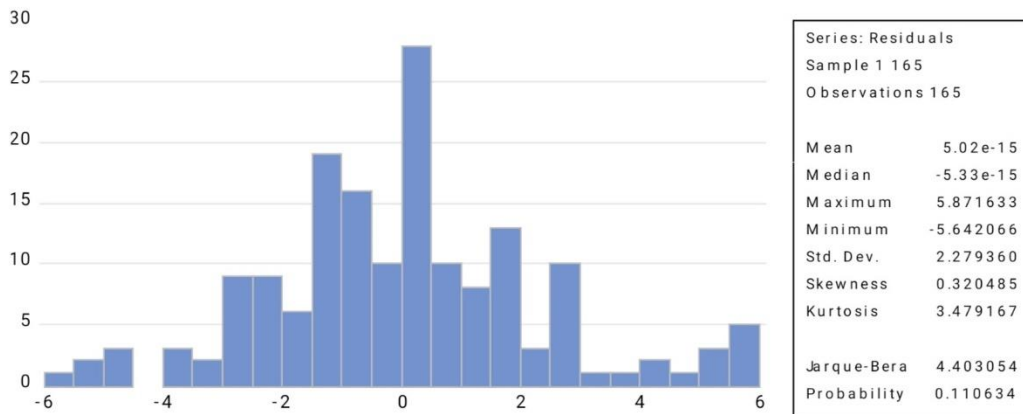
Berdasarkan hasil uji diatas maka semua variabel memiliki probabilitas $< 0,05$ dapat disimpulkan bahwa seluruh data yang diuji stasioner. Data memiliki varians yang konstan dapat diartikan regresi satu variabel pada variabel lain saling menunjukkan hubungan yang signifikan dengan nilai prob $0,000 < 0,05$ tingkat Alpa.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji Normalitas merupakan tahapan uji untuk menguji apakah pada model regresi data panel, variabel pengguna atau residual memiliki data berdistribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah distribusi data normal atau mendekati normal. Pengujian normalitas data menggunakan aplikasi olah data *eviews*. Jika tingkat signifikannya lebih besar dari 0,05 artinya residual berdistribusi normal.

Gambar 3. Hasil Uji Normalitas



Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji normalitas diatas menunjukkan nilai probabilitas jerque-bera adalah 4,403 dan probability 0,110 > alfa 0,05 hal ini berarti bahwa data terdistribusi normal.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka dianggap homoskedastisitas. Jika tidak ada satupun variabel bebas yang berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat (absolute residual kuadrat), maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 5. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test Glejser			
Null hypothesis: Homoskedasticity			
F-statistic	1,276	Prob. F(6,85)	0,276
Obs*R-squared	7,604	Prob. Chi-Square(6)	0,268
Scaled explained SS	8,249	Prob. Chi-Square(6)	0,220

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Berdasarkan hasil uji pada tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai *Prob Chi Square* > 0.05 maka tidak terjadi heterokedastisitas atau dapat dikatakan data lolos uji heterokedastisitas.

Uji Multikolinearitas

Uji ini digunakan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas yang dapat dilihat dari nilai *tolerance* atau *variance inflation factor* (VIF). Jika nilai *tolerance* lebih dari 10% atau VIF kurang dari 10, maka dikatakan tidak terjadi multikolinieritas.

Tabel 6. Hasil Uji Multikolinearitas

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
FCF	3,14E-07	1,505	1,017
LEV	3,90E-09	1,035	1,027
GROWTH	8,63E-05	5,808	1,024
AGE	7,09E-08	8,742	1,019

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa *tolerance* variabel independen dalam data yang digunakan dalam penelitian ini $> 0,10$ dan VIF variabel independen < 10 sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel bebas tidak saling berkorelasi secara signifikan. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa data yang dianalisis memenuhi asumsi multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan hubungan antara residual satu observasi dengan residual observasi lainnya. Menurut Ghazali (2018:111) Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Suatu model dikatakan bebas dari gejala autokorelasi apabila nilai dari Durbin-Watson hitung berada diantara $2 - d_u$ dan $2 + d_u$ atau $2 - d_u < D_{hitung} < 2 + d_u$.

Tabel 7. Hasil Uji Autokorelasi

R-squared	0,400	Mean dependent var	0,041
Adjusted R-squared	0,220	S.D. dependent var	0,057
S.E. of regression	0,050	Akaike info criterion	-2,911
Sum squared resid	0,327	Schwarz criterion	-2,177
Log likelihood	279,235	Hannan-Quinn criter	-2,613
F-statistic	2,218	Durbin-Watson stat	2,177
Prob (F-statistic)	0,000		

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Berdasarkan tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai Durbin-Watson hitung menunjukkan nilai 2,177. Terjadi atau tidaknya gejala autokorelasi dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 8. Nilai Durbin-Watson

Kriteria	Ragu-ragu		Ragu-ragu		Hasil
	Negatif	Bebas	Positif		
DW _{hitung}	dl	du	4-du	4-dl	
2,177	1,683	1,834	2,165	2,317	Ragu-ragu

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Nilai 2,177 berada diantara 2,165 dan 2,317 atau $2,165 < 2,177 < 2,317$ yang berarti bahwa data berada di daerah keragu-raguan.

Uji Gof/Uji Model

Menurut Basuki & Prawoto (2016) metode estimasi model regresi data panel dilakukan dengan tiga pendekatan antara lain *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model*, dan *Random Effect*. Dalam menentukan metode terbaik antara *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model*, dan *Random Effect* terdapat beberapa pengujian pemilihan model.

1. Uji Chow

Uji *Chow* merupakan pengujian untuk menentukan model yang paling tepat antara *fixed effect* atau *common effect* untuk melakukan estimasi persamaan regresi data panel. Dengan asumsi bahwa jika nilai *Probability Cross-section Chi-square* $< \alpha$ (0,05), maka *model fixed effect* yang akan dipilih, dan jika nilai

Probability Cross-section Chi-square > α (0,05) maka model *common effect* yang dipilih.

Tabel 5. Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6,973	(32,126)	0,000
Cross-section Chi-square	168,170	32	0,000

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Hasil uji *Chow* pada tabel di atas menunjukkan bahwa *nilai probability cross-section chi-square* lebih kecil dari *alpha*, yaitu $0,000 < 0,05$ maka dari itu model yang digunakan adalah *fixed effect* dan akan dilanjutkan dengan uji *Hausman*.

2. Uji Hausman

Uji *Hausman* merupakan pengujian untuk menentukan model yang paling tepat antara *fixed effect* atau *random effect*. Dengan asumsi bahwa jika nilai *Probability* < α (0,05) maka penelitian menggunakan *fixed effect model* namun, jika nilai *Probability* > α (0,05) maka penelitian menggunakan *random effect model*.

Tabel 6. Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	24,249	6	0,000

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Hasil uji *Hausman* pada tabel di atas menunjukkan bahwa *nilai probability cross-section chi-square* lebih kecil dari *alpha*, yaitu $0,000 < 0,05$ maka dari itu model terbaik yang dipilih adalah *fixed effect model*. Dalam hal ini hasil dari Uji *Chow* dan Uji *Hausman* memiliki hasil yang sama, maka akan dilakukan pengujian hipotesis.

Uji Hipotesis Persamaan I (*Unmoderated*)

Tabel 11. Uji Hipotesis *Fixed Effect Model* Persamaan I

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,195	0,109	1,206	0,123
FCF	-0,003	0,243	-0,373	0,691
LEV	-0,318	0,108	-2,440	0,001
GROWTH	0,050	0,061	1,947	0,000
AGE	-0,008	0,009	-1,905	0,069
R-squared	0,450			
Prob(F-statistic)	0,000			

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Uji Hipotesis Persamaan II (*Moderated*)

Tabel 12. Hasil Uji Hipotesis *Fixed Effect* Persamaan II

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FCF	-0,004	0,012	-0,391	0,696
LEV	-0,314	0,108	-2,888	0,004
SIZE	7,776	2,151	3,615	0,000
FCF_SIZE	0,000	0,000	0,444	0,657
LEV_SIZE	0,009	0,003	2,888	0,004
AGE	-0,004	0,002	-1,435	0,153
GROWTH	0,051	0,010	4,800	0,000
C	0,196	0,130	1,512	0,133
R-squared	0,400			
Prob (F-statistic)	0,000			

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2022

Hasil estimasi dari hasil pengujian regresi data panel (Persamaan I *Unmoderated*) diatas menunjukkan bahwa Variabel FCF memiliki koefisien bertanda negatif dan tidak signifikan ($\beta = -0.003$; $\rho = 0.691$). Variabel LEV memiliki koefisien bertanda negatif dan signifikan ($\beta = -0.318$; $\rho = 0.001$). Selanjutnya hasil estimasi dari hasil pengujian MRA (Persamaan II *Moderated*)

menunjukkan bahwa variabel FCF memiliki koefisien bertanda negatif dan tidak signifikan ($\beta = -0.004$; $\rho = 0.696$), variabel LEV memiliki koefisien bertanda negatif dan signifikan ($\beta = -0.314$; $\rho = 0.004$). Berdasarkan pengujian regresi data panel (*unmoderated*) dan pengujian MRA (*moderated*) tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama (H1) dalam penelitian ini ditolak sedangkan hipotesis kedua (H2) dalam penelitian ini diterima.

Setelah diinteraksikan dengan variabel *firm size* sebagai variabel moderasi diperoleh hasil moderasi pertama, yakni interaksi antara FCF dengan SIZE memiliki koefisien bertanda positif dan tidak signifikan ($\beta = 0.000$; $\rho = 0.657$) maka hipotesis ketiga (H3) dalam penelitian ini ditolak. Moderasi kedua yaitu interaksi antara variabel LEV dan SIZE memiliki koefisien bertanda positif dan signifikan ($\beta = 0.009$; $\rho = 0.004$) maka hipotesis keempat (H4) dalam penelitian ini diterima.

Model persamaan regresi data panel memiliki nilai *r-squared* sebesar 0,450 atau 45% berarti bahwa variabel independen mampu mempengaruhi variabel dependen sebesar 45% dan sisanya 55% dijelaskan oleh faktor lain diluar model. Sementara model persamaan MRA memiliki nilai *r-squared* sebesar 0.400 atau 40% berarti bahwa variabel independen mampu mempengaruhi variabel dependen sebesar 40% dan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain diluar model. *Prob F-statistic* kedua persamaan menunjukkan nilai 0.000 atau dibawah *alpha*, artinya variabel independen mampu mempengaruhi variabel dependen secara bersama-sama.

PEMBAHASAN

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil studi menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis pertama ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa selama periode pengamatan jumlah *free cash flow* tidak mempengaruhi tingkat dividen yang dibagikan. Hal tersebut bisa terjadi karena dalam kondisi *free cash flow* yang tinggi, perusahaan memanfaatkannya untuk menjaga kecukupan modal agar sesuai dengan kebutuhan perusahaan dan memenuhi investasi sehingga tidak membagikan dividen. Hal ini sesuai dengan teori agensi yang mengindikasikan bahwa agen cenderung mengalokasikan *free cash flow* pada investasi. Sesuai dengan penelitian Fatmawati (2016) *free cash flow* saat ini belum menjadi perhatian investor di Indonesia karena data mengenai *free*

cash flow tidak disampaikan secara eksplisit. Berbeda dengan Amerika Serikat, *free cash flow* sudah menjadi perhatian dan datanya dipublikasikan secara berkala oleh lembaga independen. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wiagustini (2009) dan Pradana & Sanjaya (2017) yang memberikan hasil bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Tarmizi & Agnes (2016) dan Suci (2016) yang memberikan hasil *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR).

Pengaruh Leverage terhadap Kebijakan Dividen

Ditemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Temuan ini mendukung hipotesis kedua, setiap kenaikan nilai *leverage* akan menurunkan nilai *dividend payout ratio* dan sebaliknya setiap penurunan nilai *leverage* akan menaikkan nilai *dividend payout ratio*. Semakin besar beban utang maka jumlah laba yang akan dibagikan sebagai dividen akan berkurang. Hasil ini menunjukkan bahwa sebagian besar keuntungan akan dialokasikan pada cadangan dana untuk melunasi kewajiban perusahaan. Ketika tingkat utang perusahaan rendah, perusahaan akan memprioritaskan kesejahteraan pemegang saham, dan sebaliknya ketika utang perusahaan tinggi maka perusahaan akan melunasi kewajibannya kepada kreditor terlebih dahulu. Hasil Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008); John & Muthusamy (2010); Lopolusi (2013); Puspita (2009); Sunarya (2013) menyatakan bahwa utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Namun bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewasiri *et al.*, (2019) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Firm Size dalam memoderasi hubungan Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen

Firm size tidak mampu memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara variabel interaksi *free cash flow* dengan *firm size* terhadap kebijakan dividen sehingga tidak mendukung hipotesis ketiga. Pengaruh tidak signifikan ini diduga karena data mengenai perbedaan antara perusahaan besar dan perusahaan kecil tidak terlalu jauh. Hal lain diduga akibat *free cash flow* tidak signifikan terhadap kebijakan dividen yang disebabkan karena terdapat perusahaan

yang mempunyai *free cash flow* besar dan terdapat pula perusahaan yang mempunyai *free cash flow* rendah sehingga menyebabkan tingginya variabilitas. Diasumsikan bahwa semakin besar perusahaan maka semakin besar akses menuju pasar modal, sedangkan perusahaan baru mempunyai banyak kesulitan dalam menuju pasar modal. Semakin besar peluang menuju pasar modal maka kemampuan untuk mendapatkan dana juga semakin besar, sehingga perusahaan mampu mempunyai rasio *free cash flow* yang tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hasil pengujian ini bertentangan dengan penelitian dari Trisna & Gayatri (2019) bahwa ukuran perusahaan memperkuat *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

***Firm Size* dalam memoderasi hubungan Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen**

Firm size mampu memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan antara variabel interaksi *leverage* dengan *firm size* terhadap kebijakan dividen. Variabel *firm size* dapat memperlemah pengaruh negatif *leverage* terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis keempat dalam penelitian ini diterima. Perusahaan besar yang sudah mapan lebih mampu dalam menghasilkan laba. Sebaliknya, perusahaan kecil masih mengandalkan pendanaan eksternal. Menurut Rozeff (1982) tingginya tingkat utang akan meningkatkan biaya transaksi dan risiko perusahaan, sehingga perusahaan memprioritaskan pembayaran kewajiban daripada dividen. Oleh karena itu, hanya perusahaan besar yang mampu membiayai kewajibannya tanpa mempengaruhi kebijakan dividennya. Hal ini dikarenakan perusahaan kecil cenderung memilih membayar biaya eksternal perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Trisna & Gayatri (2019) menyatakan bahwa ukuran perusahaan memperlemah pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

SIMPULAN

Hasil penelitian ini menemukan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Temuan lainnya adalah *firm size* tidak mampu berperan sebagai variabel moderasi atas pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dan *firm size* mampu memperlemah pengaruh negatif *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Sesuai dengan *agency theory*, penggunaan hutang akan menimbulkan konflik keagenan antara manajer dengan *principal*. Tingkat penggunaan hutang yang tinggi juga akan mengurangi konflik antara manajer dengan *principal* karena penggunaan utang yang tinggi dapat memacu manajer bekerja keras menghasilkan laba yang tinggi, baik untuk kepentingan pembayaran hutang maupun dividen. Berdasarkan temuan, penelitian ini dapat diusulkan kepada investor saham suatu perusahaan dimana investor yang menginginkan jumlah dividen yang tinggi maka perlu memperhatikan tinggi rendahnya rasio hutang yang dimiliki perusahaan. Investor yang lebih fokus pada investasi jangka panjang juga dapat mempertimbangkan kebijakan utang yang dapat dilihat pada ukuran perusahaan. Sedangkan *free cash flow* tidak terbukti berpengaruh, sehingga informasi mengenai *free cash flow* tidak menjadi pertimbangan utama dalam memilih saham perusahaan dengan dividen tinggi.

Penelitian ini tidak terlepas adanya keterbatasan antara lain berfokus membahas pada pengaruh faktor-faktor internal yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen, hal ini difokuskan karena pertimbangan kemudahan memperoleh data dalam bentuk laporan keuangan dan dipublikasikan oleh BEI. Padahal kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti pajak atas dividen, pajak atas *capital gain*, perundang-undangan, dan lainnya (Lopolusi, 2013). Penelitian yang akan datang dapat memberi perhatian pada faktor eksternal tersebut. Pengaruh *free cash flow* dan *leverage* terhadap kebijakan dividen kemungkinan juga pada hal ini dapat diperkuat atau diperlemah oleh *overconfidence* manajer karena *overconfidence* manajer memiliki dampak yang besar terhadap pengambilan keputusan perusahaan. Menurut (Deshmukh *et al.*, 2013; Huang *et al.*, 2016) sikap *overconfidence* manajer menyebabkan tingkat pembayaran dividen yang lebih rendah. Manajer memandang bahwa pendanaan eksternal lebih mahal dibanding pendanaan internal sehingga mengurangi pembayaran dividen untuk kebutuhan investasi. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya dapat menggunakan *overconfidence* manajer sebagai variabel moderasi.

Daftar Pustaka

- Afza, T., & Mirza, H. H. (2011). Do Mature Companies Pay More Dividends? Evidence from Pakistani Stock Market. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 2(2), 152–161.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7(2), 136–145. <https://doi.org/10.1108/15265940610648580>
- Apriliyona, N., & Asyik, N. F. (2020). Pengaruh likuiditas, ukuran perusahaan, leverage, dan profitabilitas terhadap kebijakan deviden. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 9(5), 1–22.
- Arifah, H. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Perusahaan Consumer Goods Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Universitas Brawijaya*, 15(2), 1–23.
- Aristantia, D., & Putra, I. M. P. D. (2015). Investment Opportunity Set Dan Free Cash Flow Pada Tingkat Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi*, 11(1), 220–234.
- Arko, A. C., & Abor, J. (2014). What influence dividend decisions of firms in Sub-Saharan African? *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 1(4), 57–78. <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2011-0053>
- Baker, H. K., Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., & Azeez, A. A. (2019). Dividend policy determinants of Sri Lankan firms: a triangulation approach. *Managerial Finance*, 45(1), 2–20. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2018-0096>
- Baker, H. K., Saadi, S., Dutta, S., & Gandhi, D. (2007). The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 3(1), 70–91. <https://doi.org/10.1108/17439130710721662>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis : Dilengkapi Aplikasi SPSS & EVIEWS*. PT. Raja Grafindo Persada.
- Brigham, F. E., & Daves, R. P. (2008). Intermediate financial management. In J. W. Calhoun (Ed.), *The British Accounting Review* (9th ed., Vol. 21, Issue 3).

[https://doi.org/10.1016/0890-8389\(89\)90100-5](https://doi.org/10.1016/0890-8389(89)90100-5)

- Chosiah, C., Purwanto, B., & Ermawati, W. J. (2019). Dividend policy, investment opportunity set, free cash flow, and company performance: Indonesian's agricultural sector. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 23(3), 403–417. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v23i3.2517>
- Darmawan, A. (2011). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Usia Perusahaan, Leverage, Profitabilitas, Struktur Kepemilikan Saham, Investasi, Peluang Investasi Terhadap Dividen dan Free Cash Flow. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 9(4).
- Deshmukh, Sanjay, Goel, A. M., & Howe, K. M. (2013). CEO Overconfidence and Dividend Policy. *Journal of IFinancial Ntermediation*, 22(3), 44–63.
- Devi, N. P. Y., & Erawati, N. M. A. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Dan Ukuran Perusahaan Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 9(3), 709–716.
- Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kurupparachchi, 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>
- Dewi, R. P., & Priyadi, M. P. (2016). Pengaruh Free Cash Flow, Kinerja Keuangan terhadap Earnings Management Dimoderasi Corporate Governance. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5(2), 2–24.
- Dewi, S. C. (2008). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 10(1), 47–58.
- Dianna, D. N. (2020). *Analisis Data Kualitatif dan Kuantitatif*. March, 0–10.
- Ezeoha, A. E. (2008). Firm size and corporate financial-leverage choice in a developing economy Evidence from Nigeria. *Journal of Risk Finance*, 9(4), 351–364. <https://doi.org/10.1108/15265940810895016>
- Faccio, M., Lang, H. P., & Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *Forthcoming, American Economic Review*, 91(1), 54–78. <https://doi.org/10.1257/aer.91.1.54>
- 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)
- Fatmawati, M. (2016). Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Free Cash Flow (FCF) , dan Profitabilitas (ROA) Terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) Pada Perusahaan LQ 45 Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Fakultas Pertanian Universitas Khairun*, 1(2), 1–9.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25* (p. 111). Universitas Diponegoro.
- Giriati. (2016). Free Cas Flow, Dividend Policy, Investment Opportunity Set, Opportunistic Behaviour and Firm's Value. *Social and Behavioral Sciences*, 219, 248–254. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.013>
- Gomes, A. (2000). Going Public without Governance : Managerial Reputation Effects. *The Journal of Finance*, LV(2), 615–646.
- Gordon, M. . (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105.
- Gordon, M. J. (1962). The Savings Investment and Valuation of a Coperation. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37–51.
- Hanafi, U., & Harto, P. (2014). Analisis Pengaruh Kompensasi Eksekutif, Kepemilikan Saham Eksekutif dan Preferensi Risiko Eksekutif Terhadap Penghindaran Pajak Perusahaan. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 3(2), 1–11.
- Harahap, S. S. (2015). *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan* (1st–10th ed.). Rajawali Pers.
- Harsono, M. (2002). *Peosedur Pengujian Variabel Kontrol dan Moderator dalam Penelitian Perilaku dengan Menggunakan SPSS*. 1–7.
- Harun, S., & Jeandry, G. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Leverage, Likuiditas Dan Size terhadap Dividen Payout Ratio (DPR) pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi*, 5(2), 122–137.
- Heryunda, F. I. (2018). Pengaruh Liquidity, Leverage, Profitability, Free Cash Flow, dan Firm Size terhadap Dividend Payment (Studi Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia).

- Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Brawijaya*, 66(Idx), 37–39.
https://www.fairportlibrary.org/images/files/RenovationProject/Concept_cost_estimate_accepted_031914.pdf
- Huang, Ronghong, Tan, K. J. K., & Faff, R. W. (2016). CEO Overconfidence and Corporate Debt Maturity. *Journal of Corporate Finance*, 93–100.
- Ihalauw, J. (2020). *Metodologi Penelitian Menyalingtindakan antara Berteori dan Meneliti* (Edisi Revi).
- Isrianto, F. K., & Kartini, D. (2019). *Arus Kas Bebas, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Perusahaan Sebagai Penentu Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi di BEI 2013-2017*. 3(2), 58–66.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–326.
<https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360. <https://doi.org/10.1177/0018726718812602>
- John, S. F., & Muthusamy, K. (2010). Leverage , Growth and Profitability as Determinants of Dividend Payout Ratio-Evidence from Indian Paper Industry. *Asian Journal of Business Management*, 1(1), 26–30.
- Kadioglu, E., & Aykut, E. (2017). Borsa _ Istanbul Review Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey? *Borsa Istanbul Review*, 17(2), 111–116.
<https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.12.001>
- Khalid, S., & Rehman, M. U. (2015). Determination of Factors effecting the Dividend policy of Organizations. *International Journal of Information, Business and Managemet*, 7(3), 320–334.
- Liana, L. (2009). Penggunaan MRA dengan Spss untuk Menguji Pengaruh Variabel Moderating terhadap Hubungan antara Variabel Independen dan Variabel Dependen. *Jurnal Teknologi Informasi DINAMIK*, XIV(2), 90–97.
<https://www.unisbank.ac.id/ojs/index.php/fti1/article/view/95/90>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *Papers and Proceedings of the Sixty-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association*, 97–113.

- Lopolusi, I. (2013). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1), 1–18.
- Lutfiana, F. B., & Riduwan, A. (2018). Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 7(10), e-ISSN : 2460-0585.
- Mangundap, S., Ilat, V., & Pusung, R. (2018). Pengaruh Leverage Dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Indeks Lq45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun (2012-2016). *Jurnal Riset Akuntansi Going Concern*, 13(02), 569–577. <https://doi.org/10.32400/gc.13.02.19844.2018>
- Martha, S. D., & Farida, L. (2017). Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Hutang, Dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sub Sektor Perdagangan Besar Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014. *Jom Fisip*, 4(2), 1–15.
- Naceur, S. Ben, Goaied, M., & Belanes, A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*, 6(1–2), 1–23. <https://doi.org/10.2139/ssrn.889330>
- Nur, T. (2018). Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen dengan Firm Size sebagai Pemoderasi (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017). *Esensi*, 21(2), 1–15.
- Pradana, S. W. L., & Sanjaya, I. P. S. (2017). Dampak Profitabilitas, Aliran Kas Bebas, Dan Kesempatan Investasi Terhadap Pembayaran Dividen Perusahaan Perbankan. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 21(1), 113–124. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v21i1.1232>
- Puspita, F. (2009). *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio*. Universitas Diponegoro.
- Putri, P. A. D., & Putra, I. N. W. A. (2017). Pengaruh Free Cash Flow Perusahaan di Tahap Growth dan Mature pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 20(1), 87–115.
- Rasyid, H. F., Sudarto, & Najmudin. (2019). Can Company Size Moderate Corporate Social Responsibility to Dividend Policy? *International*

- Conference on Rural Development and Entrepreneurship*, 5(1), 833–839.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Sakti, I. (2018). Analisis Regresi Data Panel Menggunakan Eviews. *Modul Eviews* 9, 1–25.
- Setiawati, L. W., & Yesisca, L. (2014). Analisis Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Utang, Collateralizable Assets, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2012-2014. *Jurnal Akuntansi*, 10(1), 52–82.
- Sindhu, M. I. (2014). Relationship between free cash flow and dividend: Moderating role of firm size. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 16–23.
- Singla, H. K., & Samanta, P. K. (2018). Determinants of dividend payout of construction companies: a panel data analysis. *Journal of Financial Management*, 24(1), 19–38. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-06-2018-0030>
- Sitorus, T., & Elinarty, S. (2017). The Influence of Liquidity and Profitability toward the growth of Stock price mediated by the Dividen Paid out (Case in banks listed in Indonesia Stock Exchange). *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, 19(3), 377–392. <https://doi.org/10.14414/jebav.v19i3.582>
- Stice, E. ., Stice, J. D., & Skousen, K. . (2005). *Intermediate Accounting* (15th ed.). Co. Cincinnati. Ohio. <https://onsearch.id/Author/Home?author=Stice%2C+James+D.>
- Suci, R. I. W. (2016). Pengaruh Arus Kas Bebas, Kebijakan Pendanaan, Profitabilitas, Collateral Assets terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5(2), 1–16.
- Sukmadinata, & Syaodih, N. (2007). *Metode Penelitian Pendidikan*. Rosdakarya.
- Sunarya, D. H. (2013). Pengaruh Kebijakan Utang, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen dengan Size Sebagai Variabel Moderasi Pada Sektor Mnfaktur Periode 2008-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1), 1–19.
- Sunengsih, N., & Jaya, I. G. N. M. (2009). Kajian analisis regresi dengan data panel.

- Prodising Seminar Nasional Penelitian, Pendidikan, Dan Penerapan MIPA*, 51–58.
- Sutama. (2019). *Metode Penelitian Pendidikan Kuantitatif, Kualitatif, PTK, Mix Method, R&D* (1st ed.). CV. Jasmine.
- Suwardika, I. N. A., & Mustanda, I. K. (2017). Pengaruh Leverage, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Properti. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 6(3), 1248–1277.
- Tarmizi, R., & Agnes, T. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Go Public yang Terdaftar di BEI (Periode 2010 – 2013) Rosmiati. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 7(1), 103–116.
- Thanatawee, Y. (2011). Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*, 2(2), 52–60. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v2n2p52>
- Trisna, I. K. E. R., & Gayatri, G. (2019). Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh Free Cash Flow dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi*, 26(1), 454–509. <https://doi.org/10.24843/eja.2019.v26.i01.p18>
- Ulfa, M., Wijaya, A. L., & Ubaidillah, M. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Kebijakan Hutang, Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen dengan Ukuran Perusahaan sebagai Moderasi (Studi Kasus Pada Sektor Perusahaan Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI 2015-2018). *Simba*, 1–15.
- Voulgaris, F., Asteriou, D., & Agiomirgianakis, G. (2004). Size and determinants of capital structure in the Greek manufacturing sector. *International Review of Applied Economics*, 18(2), 247–262. <https://doi.org/10.1080/0269217042000186714>
- 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>
- Wiagustini, N. L. P. (2009). Investment Opportunity, Institutional Ownership, Cash Flow, Company Life Cycle Terhadap Kebijakan Dividen Dan Return Saham.

Jurnal Keuangan Dan Perbankan, 13(3), 373–385.
<https://doi.org/10.26905/jkdp.v13i3.1086>

Yasa, K. D. M., & Wirawati, N. G. P. (2016). Pengaruh Net Profit Margin, Current Ratio, dan Debt to Equity Ratio pada Dividend Payout Ratio. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 16(2), 921–950.
file:///C:/Users/larasatiperbanas/Downloads/16463-45006-1-PB.pdf

