



## **Accounting Student Research Journal**

Vol.1, No. 1, 2022, pp. 20-36

# **PENGARUH ARUS KAS BEBAS, SET PELUANG INVESTASI, DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN**

Abiyu Jabbar Rulianto<sup>1\*</sup>, Anita Nopiyanti<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup> Universitas Pembangunan Nasional Veteran Jakarta

<sup>1</sup>abiyujabbar99@gmail.com, <sup>2</sup>anitanopi11@gmail.com

\*Penulis Korespondensi

### **Abstrak**

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari arus kas bebas, set peluang investasi, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di indeks Kompas100 pada periode tahun 2018 – 2020. Menurut UU No.40 Tahun 2007, perusahaan diharuskan mencadangkan labanya dan membagikan dividen ketika laba bersih bernilai positif. Namun, kenyataannya, banyak perusahaan yang memiliki laba bersih negatif yang dapat membayarkan dividen. Kemudian, terdapat juga perusahaan yang memiliki laba bersih positif yang tidak membayarkan dividen. Hal tersebut merupakan fenomena dasar dari penelitian ini. Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif yang menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan. Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling* hingga menghasilkan sebanyak 57 sampel perusahaan sektor non-keuangan. Teknik analisis data pada penelitian ini menggunakan uji pemilihan model regresi data panel, uji asumsi klasik, uji hipotesis, dan uji regresi linier berganda. Berdasarkan hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa arus kas bebas, set peluang investasi, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

**Kata Kunci:** Kebijakan Dividen; Arus Kas Bebas; Set Peluang Investasi; Struktur Kepemilikan

### **Abstract**

*This study was conducted to determine the effect of free cash flow, investment opportunity set, managerial ownership, and institutional ownership on dividend policies in non-financial sector companies registered in the Kompas100 index in the period 2018-2020. According to Law No. 40 of 2007, companies are required to reserve their profits and distribute dividends when net income is positive. However, in reality, many companies that have negative net income can pay dividends. Then, there are also companies that have positive net income that*

*do not pay dividends. This is the basic phenomenon of this research. This study is a type of quantitative research that uses secondary data in the form of financial statements and company annual reports. The sampling method in this study uses purposive sampling to produce as many as 57 samples of non-financial sector companies. Data analysis techniques in this study used the selection test of panel data regression models, classical assumption tests, hypothesis tests, and multiple linear regression tests. Based on the results of data analysis it can be concluded that the free cash flow, investment opportunity set, managerial ownership, and institutional ownership do not have a significant influence on dividend policy.*

**Keywords:** *Dividend Policy; Free Cash Flow; Investment Opportunity Set; Ownership Structure.*

## PENDAHULUAN

Pada zaman modern ini, kegiatan bisnis perusahaan memiliki banyak sekali perkembangan. Perkembangan itu memerlukan suatu operasi bisnis perusahaan yang baik dan benar. Operasi bisnis tersebut memiliki modal penunjang yang cukup banyak agar dapat bergerak. Salah satu cara perusahaan mendapatkan modalnya yaitu dengan menerbitkan saham. Dalam dunia investasi saham, perusahaan-perusahaan yang masuk ke dalam indeks-indeks tertentu pada Bursa Efek Indonesia sangatlah diperhatikan sekali perkembangannya oleh para investor. Investor memerlukan informasi keuangan perusahaan yang akurat dalam memperoleh gambaran tentang kondisi perusahaan secara menyeluruh sehingga hal tersebut menjadi pedoman apakah layak melaksanakan investasi di perusahaan tertentu. Apabila investor telah menaruh investasi sahamnya di suatu perusahaan, mereka mendapatkan suatu bagian kepemilikan perusahaan. Bagian kepemilikan perusahaan tersebut berbentuk suatu kekuasaan dalam pengambilan keputusan kebijakan ataupun strategi perusahaan

Investor menanamkan investasinya di perusahaan pada umumnya ingin mendapatkan dividen. Kenyataannya, investor lebih memilih dividen dibandingkan dengan keuntungan dari *capital gain* yang cenderung sedikit, lama, dan tidak pasti. Menurut Lintner (1956) dalam teorinya yang bernama *bird in the hand theory* menyatakan bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen dibayarkan dari pada janji pertumbuhan yang dihasilkan laba ditahan (*capital gain*) yang belum tentu terjadi.

Di Indonesia, tindakan kebijakan dividen perusahaan dalam bentuk pendistribusian dividen oleh perusahaan sudah diatur oleh sebuah regulasi terkait pembayaran dividen. Hal tersebut dinyatakan dalam Undang-Undang No.40 Tahun 2007 dimana perusahaan harus mencadangkan laba yang tersisa dan membagikannya sebagai dividen apabila laba bersihnya positif.

Kenyataannya, perusahaan banyak yang mengalami laba bersih yang negatif. Namun, beberapa dari mereka masih dapat membayarkan dividennya. Begitu juga dengan perusahaan yang mengalami laba bersih positif. Walaupun mayoritas memiliki membagikan dividennya, tetapi banyak yang tidak membagikannya. Dengan begitu, laba bersih tidak mencerminkan ke arah mana perusahaan akan menentukan kebijakan dividen, dibayarkan sebagai dividen atau tidak.

Faktor-faktor lain yang kemungkinan dapat mempengaruhi kebijakan dividen yaitu arus kas bebas, set peluang investasi, dan struktur kepemilikan. Faktor-faktor tersebut dipercaya bahwa adanya faktor selain laba bersih yang mempengaruhi perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen.

Ketidaksinkronan hubungan arus kas bebas terhadap kebijakan dividen dimulai pada penelitian yang dilakukan oleh Sugiyanto et al. (2021) yang menyatakan bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh yang positif dan cukup signifikan terhadap kebijakan dividen. Berbeda halnya dengan hasil penelitian dari Nuraini, Mardiyati, dan Ahmad (2020) yang menghasilkan variabel arus tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Ketidaksinkronan hubungan set peluang investasi terhadap kebijakan dividen dimulai pada penelitian yang dilakukan oleh Sugiyanto et al. (2021) memberikan pernyataan yaitu set peluang investasi memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Berbeda lagi dengan Suartawan dan Yasa (2017) yang menyatakan apabila meningginya nilai set peluang investasi maka akan menyebabkan meningginya tingkat kebijakan dividen.

Ketidaksinkronan hubungan set peluang investasi terhadap kebijakan dividen dimulai pada penelitian yang dilakukan oleh Dina dan Musnadi (2020) yang memberikan pernyataan yaitu kepemilikan institusional terdapat hubungan yang positif dan cukup signifikan terhadap tingkat kebijakan dividen. Sedangkan, kepemilikan manajerial terdapat hubungan yang negatif dan cukup signifikan terhadap tingkat kebijakan dividen. Berbeda lagi dengan kasus yang dihasilkan pada penelitian yang dilakukan oleh Moin et al. (2020) yang memberikan pernyataan bahwa kepemilikan institusional terdapat hubungan yang negatif dan cukup signifikan terhadap kebijakan dividen serta kepemilikan manajerial terdapat hubungan yang positif dan cukup signifikan terhadap kebijakan dividen. Di lain sisi, Benu (2020) memberikan pernyataan bahwa terdapat hubungan positif dan cukup signifikan antar kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen.

Dalam penelitian ini, peneliti akan melakukan penelitian mengenai pengaruh variabel independen arus kas bebas, set peluang investasi, dan struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Penelitian ini diangkat karena perbedaan atau inkonsistensi hasil pada beberapa penelitian terdahulu dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Dan penelitian ini memberikan kontribusi penelitian dari Suartawan dan Yasa (2017) yang menguji pengaruh arus kas bebas dan set peluang investasi terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Namun pada penelitian tersebut variabel set peluang investasi memiliki tingkat signifikansi yang positif, berbeda dengan penjelasan serta maksud dari penelitian ini. Agar hasilnya sesuai harapan peneliti, maka pengukuran untuk set peluang investasi dari menggunakan *market to book value of equity* (MBVE) oleh Suartawan dan Yasa (2017) diganti menjadi *capital expenditure to book value asset* (CAPBVA). Perbedaan lain penelitian ini dengan penelitian sebelumnya dari Suartawa dan Yasa (2017) yaitu penambahan variabel struktur kepemilikan. Kemudian, penelitian ini lebih mengerucut kepada perusahaan yang terdaftar di indeks Kompas100 pada Bursa Efek Indonesia berturut-turut dari tahun 2018-2020.

## **TINJAUAN PUSTAKA**

### ***Teori Keagenan (Agency Theory)***

Teori keagenan atau *agency theory* pertama kali dikemukakan oleh Jensen & Meckling (1976) yang didefinisikan sebagai sebuah kontrak dimana terdapat salah satu pihak yang berperan sebagai pemilik (*principal*) yang memperkerjakan atau menyewa seseorang sebagai manajer (*agent*) untuk melakukan beberapa aktivitas jasa sepadan dengan keinginan mereka, yang termasuk pendelegasian kekuasaan dalam pengambilan keputusan kepada agent.

### **Saham**

Menurut Bursa Efek Indonesia (BEI), saham merupakan sebuah bukti penyertaan kepemilikan suatu perseroan yang menggambarkan klaim atas pendapatan serta kekayaan perusahaan

### **Indeks Kompas100**

Indeks Kompas100 merupakan suatu indeks saham yang dibentuk oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) yang berisi 100 perusahaan emiten terpilih berdasarkan syarat maupun kriteria yang telah ditetapkan.

### **Dividen**

Menurut Sulindawati et al. (2018) dividen merupakan bentuk suatu pembagian keuntungan perusahaan tempat dimana saham ditanam dan keuntungan tersebut berasal dari laba yang diperoleh dari perusahaan bersangkutan. Dividen pun dapat diartikan juga sebagai penyaluran bagian laba dari suatu perusahaan kepada pihak investor yang sudah memberikan modal investasinya di perusahaan tersebut (Lajar, 2021).

### **Kebijakan Dividen**

Menurut Wahjudi (2019), kebijakan dividen merupakan sebuah kebijakan perusahaan terkait keuntungan operasional perusahaan yang sudah didapatkan, apakah akan dialokasikan kepada para investor dalam bentuk dividen ataupun menahannya untuk diinvestasikan di masa depan.

### **Arus Kas Bebas**

Menurut pernyataan Jensen (1986), arus kas bebas merupakan arus kas lebih atau arus kas bersih setelah dikurangi dengan hal-hal yang dibutuhkan untuk mendanai proyek yang ada dengan *net present value* (NPV) positif.

Penelitian ini menggunakan teori agensi (*agency theory*), dimana perusahaan yang memiliki arus kas bebas tinggi akan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi pula. Hal ini dikarenakan adanya tekanan dari pihak pemegang saham untuk membagikannya dalam bentuk dividen (Mollah, 2011). Pemegang saham yakin bahwa dividen yang dibagikan akan mempunyai nilai lebih tinggi dan risiko lebih rendah dibandingkan pendapatan modal. Dengan kata lain, investor lebih menyukai dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain.

Penjelasan hipotesis di atas sejalan dengan penelitian Sugiyanto et al. (2021), Benu (2020), serta Suartawan dan Yasa (2017) dimana apabila arus kas bebas meninggi, maka tingkat kebijakan dividen dalam pembayaran dividen semakin tinggi pula. Dari penjelasan di atas, maka penelitian berkeputusan untuk mengajukan dugaan sementara atau hipotesis yaitu:

### **H1 : Terdapat Pengaruh Signifikan Positif pada Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen**

### **Set Peluang Investasi**

Konsep set peluang investasi didatangkan pertama kali oleh Myers (1977) dimana dijelaskan bahwa set peluang investasi adalah keputusan investasi dalam bentuk gabungan antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dengan pemilihan investasi yang akan datang dengan *net present value* (NPV) positif. Gaver dan Gaver (1993) menambahkan teori tersebut dengan menyatakan bahwa pengertian set peluang investasi yaitu nilai peluang

investasi perusahaan yang bergantung pada segala penetapan pengeluaran ataupun *expenditure* oleh manajemen untuk setiap potensi proyek investasi masa mendatang yang diekspektasikan dapat menghasilkan imbal balik yang lebih besar nantinya.

Menurut Brigham dan Houtson (2018) selama satu tahun mungkin perusahaan membayarkan nol dividen. Hal tersebut disebabkan perusahaan membutuhkan uang guna mendanai peluang investasi yang baik, tetapi pada tahun berikutnya perusahaan akan membayarkan dividen dalam jumlah besar karena peluang investasi yang buruk dan tidak perlu menahan banyak uang. Hal ini sesuai dengan Suharli (2007) yang menyatakan apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi (*agency theory*). Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan.

Penjelasan hipotesis di atas sejalan dengan penelitian Ifadah dan Witiastuti (2021) serta Sari dan Budiarta (2016) dimana apabila set peluang investasi meninggi, maka tingkat kebijakan dividen dalam pembayaran dividen semakin rendah. Dari penjelasan di atas, maka penelitian berkeputusan untuk mengajukan dugaan sementara atau hipotesis yaitu:

## **H2 : Terdapat Pengaruh Signifikan Negatif pada Set Peluang Investasi terhadap Kebijakan Dividen**

### ***Struktur Kepemilikan***

Menurut Sudana (2015), struktur kepemilikan merupakan pemisahan antara manajer suatu perusahaan dengan pemiliknya (investor).

### ***Kepemilikan Manajerial***

Menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan manajerial merupakan persentase kontribusi dan kepemilikan opsi saham oleh manajer dan komisaris pada organisasi. Sugiarto (2011) menambahkan bahwa kepemilikan manajerial merupakan suatu kasus apabila manajer menaruh bagian dalam suatu struktur modal perusahaan atau bisa dikatakan juga bahwa manajer tersebut memiliki peran lebih dari satu sebagai manajer sekaligus sebagai investor di perusahaan

Penelitian ini menggunakan *agency theory*, karena apabila manajer memiliki kepemilikan di suatu perusahaan, hal ini akan membuat *agency problem* menjadi berkurang. Dari situ, manajer merasa dirinya memiliki motivasi dalam meningkatkan nilai perusahaan serta secara tidak langsung manajer akan bekerja sesuai dengan kepentingan para investor luar perusahaan. Dengan begitu, manajer akan cenderung lebih sering membayarkan dividen.

Penjelasan hipotesis di atas sejalan dengan penelitian Benu (2020) dimana apabila kepemilikan manajerial meninggi, maka tingkat kebijakan dividen dalam pembayaran dividen semakin tinggi pula. Dari penjelasan di atas, maka penelitian berkeputusan untuk mengajukan dugaan sementara atau hipotesis yaitu:

## **H3 : Terdapat Pengaruh Signifikan Positif pada Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen**

### ***Kepemilikan Institusional***

Menurut Jensen dan Meckling (1976), kepemilikan institusional yaitu kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak lembaga institusi. Menurut Pirzada et al. (2015),

kepemilikan institusional merupakan bagian kepemilikan saham yang dipunyai oleh investor institusi seperti perusahaan berbentuk reksa dana, perusahaan sekuritas, dana pensiun, perusahaan asuransi, institusi keuangan dan lainnya.

Penelitian ini menggunakan *agency theory*, karena apabila investor institusi luar memiliki saham dalam suatu perusahaan, hal ini akan mengurangi *agency problem*. Investor institusi ini dinilai lebih profesional daripada investor perseorangan atau individu. Oleh karena itu, investor institusi ini menjadi pedoman bagi para investor perseorangan pada arah ke mana mereka harus menanamkan modalnya. Keberadaan investor institusi ini menekan manajer dalam pengambilan keputusan yang semena-mena karena terdapat pengawasan yang ketat dari mereka. Manajer menjadi sulit untuk memenuhi *self interest*-nya dan cenderung akan melayani atau memihak kepada kepentingan investor institusi maupun investor perseorangan dari luar perusahaan. Dengan begitu, manajer akan cenderung lebih sering membayarkan dividen.

Penjelasan hipotesis di atas sejalan dengan penelitian Benu (2020) dimana apabila kepemilikan institusional meninggi, maka tingkat kebijakan dividen dalam pembayaran dividen semakin tinggi pula. Dari penjelasan di atas, maka penelitian berkeputusan untuk mengajukan dugaan sementara atau hipotesis yaitu:

#### **H4 : Terdapat Pengaruh Signifikan Positif pada Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen**

### **METODOLOGI PENELITIAN**

#### ***Populasi & Sampel***

Penelitian ini menggunakan populasi sebanyak 100 perusahaan dari Kompas100. Sampel diambil dengan teknik *purposive sampling*. Beberapa kriteria yang diambil yaitu berturut-turut terdaftar pada Kompas100 tahun 2018-2020, memiliki laporan keuangan maupun tahunan yang telah diaudit dan tutup buku periode 31 Desember, sektor perusahaan yaitu sektor non-keuangan, serta memiliki data yang lengkap. Dari seleksi kriteria-kriteria tersebut, didapatkan 33 perusahaan yang tidak berturut-turut terdaftar di Kompas100 dari tahun 2018-2020 serta terdapat 10 perusahaan sektor keuangan. Maka dari itu, terdapat 57 perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini. Kemudian, karena periode penelitian adalah 3 tahun, maka sampel terakhir yang diambil menjadi 171 sampel.

#### ***Jenis, Sumber, & Pengumpulan Data***

Jenis data yang diambil dalam penelitian yaitu data sekunder, yaitu laporan keuangan maupun tahunan perusahaan yang telah masuk kriteria *purposive sampling*. Sumber data berupa laporan keuangan tersebut yang diambil dari penelitian ini yaitu berasal dari situs resmi Bursa Efek Indonesia yaitu [www.idx.com](http://www.idx.com), situs [www.investing.com](http://www.investing.com), situs-situs berita lain mengenai investasi seperti [www.doktersaham.com](http://www.doktersaham.com), maupun situs-situs resmi setiap perusahaan.

#### ***Metode Pengolahan Data***

Proses pengolahan data digunakan dengan *software* bernama STATA 17 MP. Data diolah dengan melakukan beberapa uji asumsi klasik terlebih dahulu. Kemudian, ditentukan uji model yang akan ditentukan, dan yang terakhir yaitu melaksanakan uji hipotesis.

Variabel kebijakan dividen menggunakan pengukuran *dividend payout ratio* (DPR) yang sudah umum digunakan dimana digunakan juga dalam penelitian yang dilakukan oleh Sudana (2015). Rumus yang digunakan dalam penelitian ini yaitu :

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share (DPS)}}{\text{Earning Per Share (EPS)}}$$

Variabel arus kas bebas menggunakan pengukuran yang didasari dari Ross et al. (2000). Rumus tersebut dapat dijabarkan sebagai berikut :

$$FCF = AKO - (PM + NWC)$$

Keterangan:

FCF	= <i>free cash flow</i>
AKO	= aliran kas operasi
PM	= pengeluaran modal
NWC	= perubahan modal kerja bersih

Setelah didapatkan nilai nominal dari arus kas bebas dengan rumus di atas, maka perlu dicari rasionya (Mardasari, 2014). Rumusnya rasio FCF yaitu dapat dituliskan sebagai berikut.

$$\text{Rasio FCF} = \frac{\text{FCF}}{\text{Total Aset}}$$

Variabel set peluang investasi menggunakan pengukuran *capital expenditure to book value asset* (CAPBVA). Pengukuran ini dinaikan ke permukaan oleh Gaver dan Gaver (1993), Sutrisno (2012), serta Jacub dan Laksono (2012). Rumus dari CAPBVA digambarkan yaitu :

$$CAPBVA = \frac{\text{Total Aset Tidak Lancar}_t - \text{Total Aset Tidak Lancar}_{t-1}}{\text{Total Asset}}$$

Variabel kepemilikan manajerial (MO) menggunakan pengukuran yang umum digunakan. Pengukuran ini dikemukakan baru-baru ini dari penelitian dari Benu (2020). Rumus yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

$$MO = \frac{\text{Kepemilikan Saham Manajerial}}{\text{Total Saham yang Beredar}} \times 100\%$$

Variabel kepemilikan institusional (IO) menggunakan pengukuran yang umum digunakan. Pengukuran ini dikemukakan baru-baru ini dari penelitian dari Benu (2020). Rumus yang digunakan dalam penelitian ini yaitu :

$$IO = \frac{\text{Kepemilikan Saham Institusional}}{\text{Total Saham yang Beredar}} \times 100\%$$

Model regresi dalam penelitian ini menggunakan regresi data panel karena data berbentuk gabungan dari data *time-series* dan data *cross-section*. Rumus dari model regresi dapat disimpulkan sebagai berikut.

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 IOS_{it} + \beta_3 MO_{it} + \beta_4 IO_{it} + e$$

Keterangan:

DPR	= Kebijakan Dividen
-----	---------------------

- $\alpha$  = Konstanta  
 $\beta_1$ - $\beta_4$  = Koefisien Regresi untuk setiap variabel  
 FCF = Arus Kas Bebas  
 IOS = Set Peluang Investasi  
 KM = Kepemilikan Manajerial

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### *Analisis Deskriptif*

Data diolah dan dimulai dengan pengolahan data dengan melakukan analisis deskriptif pada umumnya. Berikut adalah hasil dari analisis deskriptif :

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

	Observations	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
DPR	171	0,4622482	0,7400598	-2,427184	3,53259
FCF	171	0,0329107	0,2114575	-0,6160528	1,194232
IOS	171	0,0454795	0,082157139	-0,0857139	0,5868201
MO	171	0,0150171	0,0456192	0	0,2521987
IO	171	0,5286321	0,2377193	0	0,925

Sumber: Data Diolah (2022)

Hasil dari statistik deskriptif ini menunjukkan bahwa DPR memiliki rata-rata sebesar 0,4622482. Titik maksimum dan minimumnya yaitu sebesar 3,53259 dan -2,427184. FCF memiliki rata-rata sebesar 0,0329107. Titik maksimum dan minimumnya yaitu sebesar 1,194232 dan -0,6160528. IOS memiliki rata-rata sebesar 0,0454795. Titik maksimum dan minimumnya yaitu sebesar 0,5868201 dan -,00857139. MO memiliki rata-rata sebesar 0,0150171. Titik maksimum dan minimumnya yaitu sebesar 0,2521987 dan 0,00. Kemudian, IO memiliki rata-rata sebesar 0,5286321. Titik maksimum dan minimumnya yaitu sebesar 0,925 dan 0,00.

### *Uji Data Panel*

Terdapat 3 jenis model regresi dari jenis data panel, yaitu model *common effect* (CE), model *fixed effect* (FE), dan model *random effect* (RE). Untuk memilih mana model yang paling baik, maka diperlukan 3 tes uji model data panel, yaitu uji chow, uji hausman, dan uji lagrange multiplier.

Pertama, perlu dilakukan uji chow untuk menentukan model yang terbaik antara model CE dan model FE. Berikut adalah hasil dari uji chow :

Tabel 2. Hasil Uji Chow

Probability > F	0,0002
A	0,05

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan pada *output* yang tertera di tabel 2, dapat dijabarkan bahwa nilai Prob <

dari nilai alpha (A) yang mana model yang paling tepat dari hasil uji chow ialah FE. Apabila di dalam uji chow model yang terpilih merupakan FE, maka selanjutnya adalah melakukan pengujian dengan uji hausman guna menentukan model paling tepat di antara model FE dengan RE.

Kedua, perlu dilakukan uji hausman untuk menentukan model yang terbaik antara model FE dan model RE. Berikut adalah hasil dari uji hausman :

Tabel 3. Hasil Uji Hausman

Probability > Chibar2	0,4251
A	0,05

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan pada *output* pada tabel yang tertera di atas, dapat dijelaskan bahwa nilai Prob > nilai alpha sehingga di dalam uji Hausman yang dipilih adalah model RE.

Selanjutnya, terakhir dilakukan uji lagrange multiplier untuk menentukan model yang terbaik antara model CE dan model RE. Berikut adalah hasil dari uji lagrange multiplier :

Tabel 4. Hasil Lagrange Multiplier

Probability > Chibar2	0,0169
A	0,05

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan pada *output* yang tertera di tabel 4, dapat dijelaskan bahwa nilai Prob < alpha (A) yang dimana di dalam Uji LM terpililah adalah RE. Dari hasil uji di atas itu, terdapat dua uji yang memilih model RE. Maka dari itu, RE dinilai lebih tepat dalam model di penelitian ini.

### ***Uji Asumsi Klasik***

Untuk menguji asumsi klasik memakai empat jenis, yakni uji asumsi klasik dalam hal ini dilakukan dengan melakukan pengujian normalitas, pengujian multikolinearitas, pengujian heteroskedastisitas, serta pengujian autokorelasi.

Uji Normalitas dilaksanakan untuk menyelidiki dan mengetahui apakah data yang dikumpulkan dalam penelitian telah terdistribusi secara normal dimana uji ini dilakukan dengan melihat hasil analisis statistik melalui uji skewness dan kurtosis yaitu sebagai berikut :

Tabel 5. Hasil Uji Normalitas

<b>Variable</b>	<b>Skewness</b>	<b>Kurtosis</b>
DPR	0,8994121	7,283209
FCF	0,65689	8,080343
IOS	3,057017	17,32492
MO	3,652342	16,305542
IOS	-1,154742	3,531795

Sumber: Data Diolah (2022)

Dapat dilihat pada Tabel 5 hasil uji skewness kurtosis setelah dilakukan menggunakan aplikasi STATA 17 MP yang menunjukkan nilai yang diperoleh pada masing-masing variabel

masih ada yang belum memenuhi ketentuan, yakni nilai skewness > 3 dan nilai kurtosis > 10. Variabel IOS dan MO memiliki nilai skewness dan kurtosis masing-masing di atas nilai 3 dan 10. Dari situ, dapat dikatakan bahwa data yang digunakan masih belum terdistribusi normal. Oleh karena itu, diperlukan adanya perbaikan data agar memperoleh data yang baik untuk penelitian. Hal yang dilakukan untuk memperoleh hasil yang baik adalah dengan melakukan transformasi data.

Tabel 6. Hasil Uji Normalitas Setelah Transformasi Data

Variable	Skewness	Kurtosis
Square_root~DPR	0,5406155	2,751695
Square_root~FCF	1,107979	5,549092
Square_root~IOS	1,385753	6,574458
Square_root~MO	2,602885	9,052074
Square_root~IOS	-1,8222	4,989992

Sumber: Data Diolah (2022)

Dapat dilihat pada Tabel 6 hasil uji skewness kurtosis setelah dilakukan menggunakan aplikasi STATA 17 MP yang menunjukkan nilai yang diperoleh pada masing-masing variabel sudah memenuhi ketentuan, yakni nilai skewness < 3 dan nilai kurtosis < 10. Dapat dikatakan bahwa data yang digunakan telah terdistribusi normal.

Uji multikolinearitas dapat dipakai untuk melihat apakah terdapat adanya atau tidaknya hubungan antarvariabel bebas dengan model regresi. Guna menyelidiki serta mengetahui apakah terdapat multikolinearitas yang dengan cara melihat tingkat nilai dari VIF. Berikut hasil dari uji multikolinearitas :

Tabel 7. Hasil Uji Multikolinearitas

Variable	VIF	1/VIF
FCF	6,29	0,159005
IOS	4,12	0,242455
MO	3,80	0,263269
IOS	1,26	0,793856

Sumber: Data Diolah (2022)

Dapat dilihat pada Tabel 7, hasil uji multikolinearitas setelah dilakukan menggunakan aplikasi STATA 17 MP yang menunjukkan nilai yang diperoleh pada setiap variabel sudah memenuhi ketentuan yakni nilai semua hasil memiliki nilai VIF < 10 dan 1/VIF > 0,10. Maka dari itu, dapat dikatakan bahwa data tidak mengalami multikolinearitas.

Uji yang dipakai untuk melihat keberadaan heteroskedastisitas ialah menggunakan uji Breusch Pagan Godfrey dengan kriteria yang dipakai yaitu jika probabilitas > 0,05 maka data tidak mempunyai masalah heteroskedastisitas. Sedangkan, uji autokorelasi dilakukan memakai Wooldridge test yang mana nilai probabilitas harus > 0,05 agar tidak mendapatkan autokorelasi. Menurut Mardani (2021), model *Random Effect* (RE) tidak diwajibkan untuk melakukan uji heteroskedastisitas maupun autokorelasi karena uji ini sudah menggunakan pendekatan GLS (General Least Square). Berikut ini adalah hasil pengujian General Least Square (GLS) dari aplikasi STATA 17 MP yaitu :

Tabel 8. Hasil Uji General Least Square (GLS)  
**Cross-sectional Time-Series FGLS Regression**

---

Coefficients :	Generalized Least Square
Panels :	Homoskedastic
Correlation :	No Autocorrelation

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan pada tabel yang tertera di atas, dapat lebih dilihat bahwa data sudah homoskedastisitas dan tidak ada autokorelasi. Dengan begitu, data dengan model RE sudah terbebas dari masalah heteroskedastisitas dan juga masalah autokorelasi secara otomatis.

### **Uji Hipotesis**

Terdapat tiga pengujian hipotesis untuk membuktikan jawaban sementara pada penelitian ini, yakni Uji R<sup>2</sup>, Uji F, serta Uji T.

Uji koefisien determinasi pada dasarnya adalah alat pengukuran guna mengestimasi berapa kemampuan variabel independen di dalam model regresi dalam hal menjelaskan adanya variasi setiap individu variabel dependen. Berikut hasil uji koefisien determinasi :

Tabel 9. Hasil Uji Koefisien Determinasi

Number of Obs	171
F (4,32)	2,49
Prob > Chi2	0,7264
R-Squared	0,0075

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan pada data yang ada di dalam tabel di atas, dapat terlihat bahwa adanya nilai R-Square (R<sup>2</sup>) senilai 0,0075. Berdasarkan pada nilai tersebut, maka dapat dijelaskan bahwa pengaruh dari variabel FCF, IOS, MO dan IO terhadap DPR pada perusahaan sektor non-keuangan pada indeks Kompas100 di Bursa Efek Indonesia yaitu sebesar 0,0075 atau 0,75%.

Kemudian, dilakukanlah uji statistik F, Uji ini pada umumnya dipakai guna melihat kelayakan model regresi yang dipakai. Pengujian ini dipakai guna memperoleh hasil untuk menentukan apakah variabel independen mampu memberikan penjelasan terhadap variabel dependen dengan optimal. Berikut hasil uji F :

Tabel 10. Hasil Uji Simultan

Number of Obs	171
Prob > Chi2	0,7264

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan hasil tersebut, nilai Prob > Chi<sup>2</sup> lebih besar dari 0.05 yaitu sebesar 0.7264. Dapat dikatakan bahwa secara bersama-sama variabel FCF, IOS, MO, dan IO tidak memiliki pengaruh secara simultan terhadap DPR.

Dan yang terakhir, dilakukan uji t pada penelitian ini. Uji t atau lazim disebut uji parsial pada esensinya yaitu bentuk suatu pengujian yang dilaksanakan guna menyelidiki dan mengetahui suatu pengaruh dari setiap variabel bebas secara individu pada variabel terikat. Jika nilai dari signifikansi *probability* mempunyai nilai  $< \alpha$  maka dapat diambil sebuah kesimpulan bahwa variabel bebas secara individu mempunyai pengaruh yang signifikan pada variabel terikat. Berikut Hasil uji parsial t menggunakan model RE :

Tabel 11. Hasil Uji Parsial

Variable	Regression Model			
	Fixed Effect Model dengan GLS Regression			
	Coef	Srd. err.	z	P >  z
square_root_FCF	0,4272738	0,401938	1,06	0,288
F				
square_root_IOS	0,1355489	0,6398489	0,21	0,832
square_root_MO	0,5614841	0,610943	0,92	0,358
square_root_IO	-0,1108774	0,3290172	-0,34	0,736
_cons	0,5233252	0,3620844	1,45	0,148

Sumber: Data Diolah (2022)

Berdasarkan hasil dari tabel uji tersebut, dapat disimpulkan bahwa :

1. FCF tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR
2. IOS tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR
3. MO tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR
4. IOS tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR

Kemudian, pada table hasil pengujian, rumus selanjutnya dari model regresi dapat ditulis dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,5233252 + 0,4272738 \text{ square\_root\_FCF} + 0,1355489 \text{ square\_root\_IOS} + 0,5614841 \text{ square\_root\_MO} - 0,1108774 \text{ square\_root\_IO}$$

### **Hasil & Pembahasan**

Hasil analisis telah dilakukan mengenai arus kas bebas, set peluang investasi, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di indeks Kompas100 di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018 hingga 2020 sebanyak 171 sampel. Hasil uji koefisien determinasi (Uji R<sup>2</sup>) memperlihatkan bahwa variabel independen (bebas) penelitian ini mampu mempengaruhi variabel dependen (terikat) kebijakan dividen yakni senilai 00,75% dan sisanya dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dijelaskan dalam penelitian ini, yaitu sebesar 99,25% Berdasarkan pada analisis yang telah dibuat, maka terdapat beberapa pembahasan penelitian berikut ini:

Hasil penelitian pada variabel FCF menunjukkan FCF tidak mencerminkan tolak ukur perusahaan dalam hal pengambilan keputusan terhadap kebijakan dividen. Alasan variabel ini tidak memiliki signifikansi karena perusahaan telah merencanakan dan menetapkan kebijakan-kebijakan sebelum menentukan kebijakan dividen. Kebijakan dividen dilakukan apakah dana atau laba cadangan akan dibayarkan ke investor atau tidak. Adanya kebijakan-kebijakan lain di luar kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan dapat mempengaruhi

kebijakan dividen dalam pembayaran dividen (Nuraini et al., 2020). Salah satu kebijakan lain yang dapat mempengaruhinya yaitu kebijakan utang. Kebijakan ini merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pendanaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Selain mencari sumber dana, kebijakan utang juga dimaksudkan untuk melakukan pembayaran atau pelunasan utang yang telah mendekati jatuh tempo. Dana yang dipakai untuk pembayaran dividen biasanya tersalurkan untuk pelaksanaan kebijakan utang dalam pelunasan utang. Maka dari itu, tersediannya FCF tidak serta-merta membuktikan apakah akan dilaksanakannya pembagian dividen dikarenakan ada faktor-faktor dari kebijakan lain yang berkemungkinan mempengaruhi.

Hasil penelitian pada variabel IOS menunjukkan IOS tidak mencerminkan tolak ukur perusahaan dalam hal pengambilan keputusan terhadap kebijakan dividen. Alasan variabel ini tidak memiliki signifikansi karena setiap perusahaan memiliki fokus strategi bisnis yang berbeda-beda pada setiap siklus perusahaan tertentu. Siklus-siklus perusahaan tersebut yaitu siklus tahap start-up, growth, mature, dan decline. Pada siklus perusahaan tertentu, banyak perusahaan yang memiliki strategi bisnis yang cenderung berfokus untuk terus membangun perusahaan, mencari laba sebanyak-banyaknya, membayarkan dividennya untuk mencari kepercayaan investor, maupun membayarkan utang-utangnya yang sudah mendekati jatuh tempo ataupun mendekati kebangkrutan (Sugiyanto et al., 2021). Maka dari itu, IOS tidak dapat secara jelas menjelaskan hubungannya terhadap DPR karena di setiap perusahaan memiliki kondisi yang berbeda-beda dan tidak menentu

Hasil penelitian variabel MO menunjukkan MO tidak dapat tolak ukur perusahaan dalam hal pengambilan keputusan terhadap kebijakan dividen. Alasan variabel ini tidak memiliki signifikansi karena apabila manajer perusahaan memiliki saham yang ada di perusahaan, tujuannya bukan untuk mendapatkan bagi hasil. Tujuan lain manajer suatu perusahaan menanamkan sahamnya di perusahaannya yaitu pengalokasian sumber dana perusahaan yang berasal dari pihak internal dinilai lebih efisien dibandingkan sumber dana dari pihak eksternal (Roos & Manalu, 2019). Manajer tidak menanamkan sahamnya untuk mendapatkan dividen. Pengalokasian sumber dana dari saham manajerial untuk kebutuhan bisnis perusahaan juga dapat dipengaruhi strategi kebijakan perusahaan, apakah perusahaan akan berfokus dalam pertumbuhan perusahaan, penyejahteraan investor, ataupun pelunasan utang-utang perusahaan. Maka dari itu, banyak dan sedikitnya MO tidak dapat menjadi acuan apakah dividen akan dibayarkan atau tidak.

Hasil penelitian variabel IO menunjukkan IO tidak dapat mencerminkan tolak ukur perusahaan dalam hal pengambilan keputusan terhadap kebijakan dividen. Alasan variabel ini tidak berpengaruh yaitu karena investor institusional yang menanamkan sahamnya di suatu perusahaan akan memiliki sebagian hak-hak special, salah satunya yaitu kekuasaan dalam mengambil keputusan kebijakan di perusahaan tersebut. Apabila investor institusional tersebut memiliki pengaruh pengambilan keputusan kebijakan yang tinggi, maka terdapat andil yang cukup besar dalam arah strategi perusahaan. Setiap investor institusional yang memiliki hak tersebut memiliki keinginan dan tujuan yang berbeda-beda. Maka dari itu, apabila nilai IO tinggi bukan berarti perusahaan akan pasti membayarkan dividennya. Besarnya IO menandakan semakin besarnya hak kekuasaan investor institusional tersebut. Dalam penentuan kebijakan dividen, investor institusional akan berandil besar apakah kebijakan itu akan dibayarkan sebagai dividen atau tidak. Maka dari itu, besar-kecilnya IO tidak dapat menentukan apakah pembayaran dividen dapat ditentukan, melainkan keinginan dan tujuan utama dari setiap investor institusional-lah yang akan menentukan arah kebijakan dividen suatu perusahaan.

## SIMPULAN

Menurut hasil analisis dan pembahasan yang telah diberikan dan dikemukakan peneliti sebelumnya, dapat diambil beberapa kesimpulan bahwa variabel arus kas bebas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pengambilan keputusan pada kebijakan dividen. Variabel set peluang investasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pengambilan keputusan pada kebijakan dividen. Variabel kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pengambilan keputusan pada kebijakan dividen. Variabel kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pengambilan keputusan pada kebijakan dividen.

Peneliti mengakui bahwa masih banyak keterbatasan yang muncul pada penelitian ini. Salah satunya peneliti menemukan kendala dalam pemilihan populasi dan sampel. Dalam populasi yang dipilih, terdapat banyak sampel perusahaan sektor non-keuangan yang tidak masuk dalam indeks Kompas100 secara tiga tahun berturut-turut dari tahun 2018 hingga 2020 yang menyebabkan adanya banyak kekurangan sampel. Kemudian, keterbatasan lain dalam penelitian ini yaitu kecilnya hasil uji koefisien determinasi (uji  $R^2$ ), dimana masih terdapat faktor lain di luar variabel-variabel yang diuji yang berpotensi memiliki pengaruh yang cukup signifikan. Kemudian, hasil dari setiap variabel-variabel independen dengan variabel dependen memiliki pengaruh yang tidak signifikan. Maka dari itu, peneliti berharap agar di penelitian mendatang perlu ditambahkan variabel kontrol ataupun variabel moderasi agar penjelasan hubungan antarvariabel jauh lebih baik.

Dari sisi teoritis, Peneliti merasa untuk penelitian ke depannya perlu ditambahkan faktor-faktor lain yang dapat menjadi jalan tengah bagi setiap variabel agar lebih jelas hubungannya. Perlunya ditambahkan variabel kontrol ataupun variabel moderasi agar penjelasan hubungan antarvariabel jauh lebih baik.

Dari sisi praktis, saran yang diberikan dari penelitian ini yaitu diharapkan perusahaan perlu mengimbangi investasi dalam pembangunan perusahaan dengan pembayaran dividennya agar tidak ada kesalahpahaman dari kedua belah pihak dari pihak manajer perusahaan itu sendiri dengan pihak investor.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adkins, L. C., Campbell, R. C., Chmelarova, V., & Carter Hill, R. (2012). *The Hausman Test, and Some Alternatives, with Heteroskedastic Data* (pp. 515–546). [https://doi.org/10.1108/S0731-9053\(2012\)0000029022](https://doi.org/10.1108/S0731-9053(2012)0000029022)
- Amaliah, E. N. (2020). Regresi Data Panel dengan Pendekatan Common Effect Model (CEM), Fixed Effect model (FEM) dan Random Effect Model (REM) (Studi Kasus: Persentase Penduduk Miskin Menurut Kabupaten/Kota di Kalimantan Timur Tahun 2015-2018). *Estimasi: Journal of Statistics and Its Application*, 1(2), 106–115. <https://doi.org/10.20956/EJSA.V1I2.10574>
- Aslan, H., & Kumar, P. (2012). Strategic ownership structure and the cost of debt. *Review of Financial Studies*, 25(7), 2257–2299. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs062>
- Basuki, A. T. (2016). *Analisis regresi : dalam penelitian ekonomi dan bisnis di lengkapi spss dan eviews*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Benu, Y. R. (2020). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Faktor Keuangan terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi*, 30(10), 2641. <https://doi.org/10.24843/eja.2020.v30.i10.p16>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2018). *Dasar-dasar manajemen keuangan*. Salemba Empat.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial

- Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, 18(4), 36. <https://doi.org/10.2307/3665795>
- Dina, R., & Musnadi, S. (2020). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Non-Keuangan di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*, 4(4), 662–674. <http://jim.unsyiah.ac.id/ekm>
- Endang, M. W., Suhadak, S., Saifi, M., & Firdausi, N. (2020). The Effect of Ownership Structure and Leverage Towards Dividend Policy and Corporate Values. *Journal of Public Administration Studies*, 5(1), 1–4. <https://doi.org/10.21776/UB.JPAS.2020.005.01.1>
- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1–3), 125–160. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90007-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90007-3)
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hartono, J. (2016). *Teori Portofolio dan analisis Investasi* (10th ed.). BPFE UGM.
- Ifadah, A. Z., & Witiastuti, R. S. (2021). Investment opportunity set and dividend policy in Malaysia. *Management Analysis Journal*, 10(2), 212–222.
- Jacub, R., & Laksono, F. (2012). *Pengaruh Pelayanan dan Harga Sparpart Terhadap Kepuasan Pelanggan Studi Kausal Bengkel Cahaya Motor Yamaha-Jakarta*. 10(1), 1–16.
- Jensen, M. C. (1986). Flow, Agency Costs of Free Cash Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- 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.
- Lajar, S. N. (2021). Pengaruh CG yang Terkait Kepemilikan Saham, Likuiditas, Kebijakan Utang, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Pertambangan. *Jurnal Ilmu Ekonomi, Sosial Dan Pendidikan*, 1(2), 55–71. <https://jiesp.ppak-atmajaya.com/ojsjiesp/index.php/JIESP/article/view/4>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Mardani, R. (2021). T Hitung Negatif, Bukan Berarti Tidak Signifikan. *MJurnal Solusi Bisnis Anda*. <https://mjurnal.com/skripsi/t-hitung-negatif-signifikan/>
- Mardasari, R. B. (2014). Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang Dan Free Cash Flow Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Manajemen*, vol 2(nomor 4), hal 1807-1820.
- Michell Suharli. (2007). PENGARUH PROFITABILITY DAN INVESTMENT OPPORTUNITY SET TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN TUNAI DENGAN LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL PENGUAT (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 9(1), 9–17. <http://puslit2.petra.ac.id/ejournal/index.php/aku/article/view/16811>
- Moin, A., Guney, Y., & El Kalak, I. (2020). The effects of ownership structure, sub-optimal cash holdings and investment inefficiency on dividend policy: evidence from Indonesia. In *Review of Quantitative Finance and Accounting* (Vol. 55, Issue 3). Springer US. <https://doi.org/10.1007/s11156-019-00862-z>
- Mollah, S. (2011). Do emerging market firms follow different dividend policies? *Studies in Economics and Finance*, 28(2), 118–135. <https://doi.org/10.1108/10867371111137120>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*,

- 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Nazariah, M. (2020). Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum Dan Sesudah Ex-Dividen Date Pada Perusahaan Lq45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018. *Jurnal Sains Riset*, 10(1), 67–73. <https://doi.org/10.47647/jsr.v10i1.220>
- Norfai. (2020). Manajemen Data Menggunakan SPSS. *Universitas Islam Kalimantan*, Juli, 70.
- Nuraini, Mardiyati, & Ahmad. (2020). Pengaruh Free Cash Flow Profitabilitas Asset Growth Likuiditas Leverage Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Periode 2014-2018. *Jurnal Bisnis, Manajemen, Dan Keuangan*, 1(2), 374–385. <http://103.8.12.68/index.php/jbmk/article/view/100>
- Pirzada, K., Mustapha, M. Z. Bin, & Wickramasinghe, D. (2015). Firm Performance, Institutional Ownership and Capital Structure: A Case of Malaysia. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211, 170–176. <https://doi.org/10.1016/J.SBSPRO.2015.11.025>
- Roos, N. M., & Manalu, E. stefany. (2019). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi. *Journal of Accounting and Business Studies*, 4(1), 24–39.
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jordan, B. D. (2000). *Fundamentals of corporate finance* (5th ed). Irwin McGraw-Hill.
- Sari, N. L. P. P., & Budiarta, I. K. (2016). Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) pada Dividen Tunai dengan Umur Perusahaan sebagai Variabel Pemoderasi. *E-Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 5, 1335–1358.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123–139. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- Suartawan, I. G. N. P. A., & Yasa, G. W. (2017). Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis*, 63. <https://doi.org/10.24843/jiab.2016.v11.i02.p01>
- Sudana, I. M. (2015). *Teori & Praktik Manajemen Keuangan Perusahaan Edisi 2* (2nd ed.). Erlangga.
- Sugiarto, M. (2011). Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer*, 3(1), 1–25. <https://doi.org/10.33508/JAKO.V3I1.445>
- Sugiyanto. (2020). Intellectual Capital And Earning Management, To Future Stock Return (Study of Mining Companies in Indonesia Listed on IDX for the Period of 2014-2019). *ICoMS2020*, 1(1), 1–9.
- Sugiyanto, S., Kartolo, R., & Maddinsyah, A. (2021). Intervining Debt Policy The Effect Free Cash Flow And Investment Opportunity Set To Dividend Policy. *Scientific Journal of Reflection : Economic, Accounting, Management, Business*, 4(3), 642–652.
- Sugiyono. (2012). *Metode penelitian kuantitatif kualitatif dan R&D*. Alfa beta.
- Sulindawati, N. L. G. E., Yuniarta, G. A., & Purnamawati, I. G. A. (2018). *Manajemen Keuangan : Sebagai Dasar Pengambilan Keputusan Bisnis* (2nd ed.). Rajawali Pers.
- Sutrisno. (2012). *Manajemen Keuangan: Teori, Konsep dan Aplikasi*. Ekonisia. <https://www.belbuk.com/manajemen-keuangan-teori-konsep-dan-aplikasi-p-21055.html>
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi* (1st ed.). Kanisius. <https://openlibrary.telkomuniversity.ac.id/home/catalog/id/10002/slug/portofolio-dan-investasi-teori-dan-aplikasi.html>
- Wahjudi, E. (2019). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4–17.

<https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>

- Widarjono, A. (2018). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya Disertai Panduan EViews + CD Edisi Kelima* (5th ed.). UPP STIM YKPN.
- Widodo. (2017). *Metode Penelitian : Populer & Praktis*. In *PT. RajaGrafindo Persada* (1st ed.). Rajawali Pers.
- Widyasti, I. G. A. V., & Putri, I. G. A. M. A. D. (2021). The Effect of Profitability , Liquidity , Leverage , Free Cash Flow , and Good Corporate Governance on Dividend Policies ( Empirical Study on Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2017-2019 ). *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 5(1), 269–278. [www.ajhssr.com](http://www.ajhssr.com)