

**FINANCIAL PERFORMANCE MEMODERASI HUBUNGAN AGENCY  
COST DAN DIVIDEND POLICY**

**Tsarina Zenabia**

Universitas Pamulang  
dosen02502@unpam.ac.id

**Effriyanti**

Universitas Pamulang  
effriyanti01444@unpam.ac.id

**ABSTRACT**

*Dividend distribution is still the main attraction for investors compared to capital gains because dividends promise a more certain thing and dividend distribution aims to maximize shareholder prosperity. This study examines the effect of agency costs on dividend policy with financial performance as moderation in the non-cyclical manufacturing industry. Quantitative research method with secondary data obtained from the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the period 2018-2022. Partial test results of executive compensation and free cash flow have a positive effect on dividend policy with prob. value  $0.0014 < \alpha 0.05$  and  $0.0027 < \alpha 0.05$ . Return on equity (ROE) successfully moderates the negative effect of common stock distribution and dividend policy with prob. value  $0.0153 < \alpha 0.05$ . Similarly, ROE strengthens the positive relationship of free cash flow on dividend policy with prob. value  $0.0004 < \alpha 0.05$  with an initial coefficient of 1.0968 before moderation to 4.4727 after moderation.*

**Keywords:** Agency Cost, Financial Performance, Dividend Policy

**ABSTRAK**

Pembagian deviden masih menjadi daya tarik utama bagi investor dibandingkan dengan *capital gain* karena deviden lebih menjanjikan suatu hal yang lebih pasti dan pembagian deviden bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Penelitian ini menguji pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan deviden dengan *financial performance* sebagai moderasi pada industri manufaktur *non cyclical*. Metode penelitian kuantitatif dengan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2018-2022. Hasil uji parsial variabel kompensasi eksekutif dan arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden dengan *prob. value*  $0.0014 < \alpha 0.05$  dan  $0.0027 < \alpha 0.05$ . Variabel *return on equity* (ROE) berhasil memoderasi pengaruh negatif variabel *dispersion ownership* dan kebijakan deviden dengan *prob. value*  $0.0153 < \alpha 0.05$ . Demikian pula ROE memperkuat hubungan positif arus kas bebas terhadap kebijakan deviden dengan *prob. value*  $0.0004 < \alpha 0.05$  dan koefisien awal 1.0968 pada sebelum moderasi menjadi 4.4727 setelah moderasi.

**Kata kunci:** *Agency Cost, Financial Performance, Kebijakan Dividen*

## **PENDAHULUAN**

Sektor industri manufaktur di Indonesia merupakan perusahaan berskala besar yang menjadi tujuan utama investasi bagi investor karena potensi ketersediaan bahan baku, sumber daya dan pasar potensial. Data statistik tahunan yang dikeluarkan oleh BEI, pada tahun 2017 dan 2018 terjadi peningkatan jumlah perusahaan tercatat pada bursa, yaitu masing-masing sebesar 5,4% dan 9,36% dari yang semula 537 perusahaan naik menjadi 566 di tahun 2017 dan menjadi 619 perusahaan di tahun 2018 (Lailiyah dan Abadi, 2021). Sedangkan perusahaan industri manufaktur yang sahamnya tercatat di BEI sampai dengan tahun 2022 sebanyak 178 perusahaan yang terdiri dari 75 perusahaan yang bergerak di bidang industri dasar dan kimia, 52 perusahaan yang bergerak dibidang industri barang dan konsumsi serta 51 perusahaan yang bergerak di bidang aneka industri manufaktur ([www.kemenperin.go.id](http://www.kemenperin.go.id)). Industri manufaktur berskala besar membutuhkan banyak modal untuk memperluas perusahaannya. Sumber modal yang bisa diperoleh perusahaan salah satunya dari struktur pembentukan saham investor dan dari kinerja keuangan. Guna memperoleh permodalan masing-masing industri mendaftarkan sahamnya di BEI, semakin banyak perusahaan yang *go public* semakin besar masyarakat berkesempatan untuk memiliki saham suatu perusahaan dan artinya, perusahaan tersebut dapat dimiliki oleh banyak orang maupun badan. Sehingga dapat dikatakan bahwa kepemilikan (*ownership*) lebih banyak tersebar daripada saat menjadi perusahaan privat. Struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan perusahaan salah satunya diperoleh dari modal sendiri (*shareholders' equity*), Struktur modal sendiri (*shareholders' equity*) adalah proporsi ekuitas yang ditetapkan perusahaan dan merupakan komposisi kepemilikan saham preferen dan saham biasa (Fahmi, 2017). Struktur modal akan bertambah jika perusahaan dapat memastikan bahwa investor mendapatkan dividen tepat waktu (Khan *et al*, 2018). Besarnya dividen tergantung dari besarnya tingkat pengembalian yang diperoleh perusahaan, kebijakan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dan yang ditahan dalam bentuk *retained earnings* (Pujiastuti, 2008). Apabila sebuah perusahaan mempunyai kinerja keuangan yang baik dan tingkat pengembalian yang tinggi, maka kelangsungan

hidup perusahaan akan terjamin. Salah satu pengukuran kinerja keuangan dan tingkat pengembalian pada industri manufaktur dengan menggunakan rasio *Return on Equity* (ROE). ROE adalah rasio yang menunjukkan seberapa besar kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari besarnya investasi yang dilakukan oleh pemegang saham (Brigham, 2010). Dari pengukuran ROE, investor memiliki sejumlah harapan atas pengembalian investasinya baik dalam bentuk dividen dan atau *capital gain* (Fitriana, 2018). Deviden bagi investor merupakan bentuk pendistribusian kesejahteraan perusahaan atas sumberdaya yang ditempatkan (Khan *et al*, 2018). Alli *et al* (1993) mengatakan studi-studi tentang kebijakan pembayaran dividen berkonsentrasi pada beberapa hal diantaranya biaya transaksi eksternal (*residual theory dividend*), peran sinyal dividen (*signalling role dividens*), dan peran dividen dalam mereduksi *agency cost*. Berdasarkan sudut pandang keuangan, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Auditta, 2014). Para manajer yang diangkat oleh pemilik atau pemegang saham ini diharapkan akan bertindak atas nama *stockholders* yaitu dengan memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran *stockholders* akan dapat dicapai. Namun dalam menjalankan operasi perusahaan, seringkali pihak manajemen mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut yaitu bukan memakmurkan kesejahteraan *stockholders*, melainkan meningkatkan kesejahteraan sendiri (oportunisme manajer), misalnya ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji dengan membebankan berbagai biaya pada perusahaan (Haryanti, 2012). Manajer lebih memilih untuk menginvestasikan kembali laba yang dihasilkan dalam bentuk aset atau investasi lain sedangkan pemegang saham mengharapkan laba untuk dibagikan sebagai deviden (Handoko, 2017). Dalam *agency theory* Jensen and Meckling (1976) menjelaskan guna menjalankan perusahaan pemilik menyerahkan/melimpahkan wewenang kepada pihak lain yaitu manajer dalam suatu perjanjian "*Nexus of Contract*" yang menyebabkan timbulnya hubungan keagenan. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja untuk kepentingan pemegang saham, maka pemegang saham harus mengeluarkan biaya keagenan untuk memonitor

kegiatan manajer, sehingga manajer dapat bekerja sesuai dengan keinginan dari pemegang saham. Menurut Pujiastuti (2008) dan Auditta (2014) bahwa dividen dapat digunakan sebagai pengendali masalah keagenan di Indonesia, dan bahwa masalah keagenan dapat diturunkan dengan suatu mekanisme yaitu dengan menggunakan pembayaran dividen. Namun dalam *dividend irrelevance theory*, MM (Modigliani–Miller, 1961) memberikan fakta yang cukup kuat bahwa perusahaan–perusahaan enggan menurunkan dividen, tetapi juga tidak akan menaikkan dividen kecuali mereka mengantisipasi laba dan tingkat pengembalian yang tinggi di masa yang akan datang. Dari beberapa penelitian terdahulu terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu melalui *agency cost* yang diproksikan dengan *dispersion ownership*, *Institutional ownership*, kompensasi eksekutif, dan *free cash flow* serta kinerja keuangan. *Dispersion ownership* (DO) merupakan persebaran saham biasa, yang dinotasikan dengan persentase saham yang dimiliki oleh investor individu (masyarakat). *Dispersion ownership* berdasarkan penelitian (Rozeff, 1982; Holder et al., 1998; Moh'd et al., 1995; Pujiastuti, 2008; Djumahir, 2009; d'Udekem, 2021) memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout*. Berbeda dengan penelitian Alli et al. (1993); Handoko (2002); Mollah, (2011) bahwa *dispersion ownership* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Kepemilikan institusi /*institutional ownership* (IO) merupakan jumlah saham yang dimiliki oleh institusi, IO merupakan kontrol atas tindakan oportunistik manajer dalam mengelola laba yang dilaporkan, semakin tinggi kepemilikan saham institusi akan dapat mengurangi biaya keagenan. Penelitian Auditta (2014), Rasyid (2018) dan Fitriana (2018) kepemilikan institusi berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan Astutik (2015), Helmina (2017) *institutional ownership* (IO) berpengaruh positif terhadap rasio pembayaran dividen. Kompensasi Eksekutif (KE) merupakan total kompensasi yang diterima para eksekutif perusahaan berupa gaji pokok, bonus tahunan, insentif jangka panjang dan penghasilan lainnya yang diungkapkan dalam laporan tahunan (Ridwan & Suryani, 2021). Dengan adanya kompensasi dapat menyelaraskan hubungan antara pemegang saham dengan manajemen dan memberikan efek jangka panjang kepada perusahaan berupa saham serta insentif jangka pendek berupa kas (Windamunti, 2012; Noviarthy &

Donela, 2019; Muslih, 2019; dan Ridwan & Suryani, 2021). Kompensasi eksekutif (KE) merupakan salah satu alat yang masih dianggap efektif untuk meningkatkan kinerja dan lebih memaksimalkan keahlian serta sumber daya yang dimilikinya (Komari dan Faizal, 2007; Ridwan & Suryani, 2021). Hasil penelitian Windamunti (2012); Ridwan & Suryani (2021) menemukan Kompensasi Eksekutif berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout*. Penelitian Noviarty & Donela (2019) menemukan kompensasi eksekutif berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR) dan ROE tidak memoderasi atau memperkuat hubungan antara KE dan DPR. *Free cash flow* menurut Brigham & Houston (2010) adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout* (Auditta, 2014; Rochmah & Ardianto, 2020). Berbeda dengan Handoko (2002) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout*, sedangkan Pujiastuti (2008), Mollah (2011), Hitten (2016), Juliarti & Sumani (2020) menunjukkan hasil bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Kinerja keuangan yang diukur dengan *return on equity* (ROE) merupakan besarnya laba/profit yang dihasilkan terhadap modal yang diinvestasikan oleh pemegang saham, jika perusahaan mempunyai laba/profit yang tinggi, ekuitas akan bertambah maka laba pada akhirnya tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham (Ressy, 2013). Rasyid (2018) dan Prasetya (2022) menemukan hasil bahwa kinerja keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR, sementara Ressy (2013), Indahsari (2015), dan Widodo (2021) kinerja keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. Sundari (2013), Karauan (2017), Zain (2017) dan Rutin (2019) kinerja keuangan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap DPR. Penelitian Setyawan (2015) menemukan ROE tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR. Dari penelitian terdahulu masih ditemukan ketidakkonsistenan hasil sehingga menjadi daya tarik untuk dilakukan pengujian secara empiris pengaruh *agency*

*cost* terhadap kebijakan deviden dengan *financial performance* sebagai variabel moderasi.

## **TELAAH LITERATUR**

Teori keagenan masih menjadi isu utama dalam keuangan perusahaan *go public*, teori ini menjelaskan hubungan antara manajemen perusahaan dan pemegang saham dalam rangka meningkatkan penciptaan nilai dari aktivitas perusahaan dan meminimalkan kerugian yang muncul dari penggunaan sumberdaya pemegang saham. Jensen and Meckling (1976) pemegang saham melimpahkan wewenang kepada pihak lain yaitu manajer dalam suatu perjanjian "*Nexus of Contract*" yang menyebabkan timbulnya hubungan keagenan. Lebih lanjut Brigham *et.al* (1999) menyatakan prinsipal/pemegang saham yang merupakan individu perorangan atau lebih meng-"*hires*" individu atau organisasi lain /agen untuk bertindak atas nama prinsipal kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Manajer sudah seharusnya bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham, dan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Auditta, 2014). Alli *et al.* (1993) semakin meningkat jumlah pemegang saham, akan menimbulkan *agency conflict* dan kebutuhan untuk memonitor tindakan manajemen juga meningkat (*agency cost*). *Agency conflict* timbul karena perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, pemegang saham menginginkan manajer bertindak memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham namun manajer memiliki kepentingan sendiri untuk memaksimalkan utilitas nya. Pemegang saham tidak dapat memonitor kegiatan agen dalam mengelola sumber daya, memiliki akses terbatas terhadap informasi kinerja (*asymetris information*) namun disisi lain agen merupakan orang-orang yang paling mengetahui bagaimana kondisi perusahaan dan bagaimana sumberdaya dibelanjakan (Helmina dan Hidayah, 2017). Konflik keagenan menimbulkan biaya keagenan, terdapat tiga biaya yang disebut dengan *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976), biaya yang pertama adalah *monitoring cost* yaitu, pemilik harus mengeluarkan biaya yang dirancang untuk memonitor dan mengendalikan perilaku agen agar tidak menyimpang. Contoh dari biaya monitoring sendiri sangat berkaitan dengan fungsi pengawasan, dimana monitoring bisa dilakukan

oleh auditor, kreditor dan berbagai pihak pemangku kepentingan lainnya (Zhong et al, 2007). Biaya yang kedua adalah *bonding cost* yaitu adalah biaya yang sifatnya mengikat, dikeluarkan oleh prinsipal sebagai jaminan bahwa pihak agen tidak akan melakukan aktivitas yang merugikan prinsipal atau sebagai jaminan yang membatasi kegiatan manajemen untuk memperoleh keuntungan pribadi yang akan merugikan prinsipal (Lailiyah & Abadi, 2021). Harjito dan Nurfauziah (2008), juga menyatakan bahwa biaya *bonding* adalah biaya yang merujuk pada usaha meyakinkan manajer untuk bekerja bagi kepentingan pemilik tanpa perlu melakukan pengawasan. Salah satu contoh dari biaya *bonding* ini adalah kompensasi eksekutif. Dimana umumnya kompensasi yang baik adalah kompensasi yang dikaitkan dengan kinerja, sehingga terlihat upaya yang dihasilkan akan memiliki dampak terhadap *value* perusahaan. Ketika *value* perusahaan naik maka nilai yang diberikan terhadap kinerja agen baik sehingga kompensasi akan meningkat (Handoko, 2002). Biaya yang terakhir adalah *residual loss* yaitu penurunan tingkat kesejahteraan pemilik maupun agen setelah adanya *agency relationship* karena *agency problem* tidak pernah dapat dipecahkan secara sempurna. Atau perbedaan *return* yang didapatkan karena perbedaan keputusan investasi antara pemilik dengan agen (Harjito dan Nurfauziah, 2000). *Dispersion ownership* (DO) merupakan persebaran saham biasa, yang dinotasikan dengan persentase saham yang dimiliki oleh investor individu/masyarakat diluar pihak manajemen (Lailiyah, 2021). *Dispersion ownership* berdasarkan penelitian Rozeff (1982); Holder et al.(1998) ; Moh'd et al. (1995); Ahmadpour et al (2006); Pujiastuti (2008); Djumahir (2009); d'Udekem (2021) memiliki pengaruh positif terhadap dividend payout. Berbeda dengan penelitian Alli et al. (1993); Handoko (2002); Mollah, (2011) bahwa *dispersion ownership* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. *Institutional ownership* adalah tingkat kepemilikan saham institusional dalam perusahaan, diukur oleh proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang dinyatakan dalam persen (Auditta, 2014). *Institutional ownership* adalah jumlah kepemilikan saham oleh investor institusi di luar perusahaan. Institutional ownership dihitung dengan cara membagi jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dengan jumlah saham yang beredar (Auditta, 2014; Helmina & Hidayah, 2017). Kepemilikan saham institusi yang tinggi akan

menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif (Pujiastuti, 2008), semakin tinggi kepemilikan institusi, maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan khususnya kepada manajer. Kepemilikan institusi tidak mengharapkan manajer menggunakan dana-dana perusahaan untuk tindakan yang tidak perlu atau menyalahi kontrak (Sari, 2014). Kompensasi adalah kebijakan dalam memberikan kompensasi kepada manajemen yang didasarkan atas pencapaian kinerja perusahaan. Kompensasi yang diberikan dapat berupa upah dan gaji, insentif, dan program *benefit*. Semakin besar target perusahaan yang dicapai maka semakin besar perusahaan memberikan kompensasi kepada eksekutif (Sulistiani, 2016). Artinya dengan adanya kompensasi dapat menyelaraskan hubungan antara *principal* dengan *agent* dan memberikan efek jangka panjang kepada perusahaan (Ridwan & Suryani, 2021). Menurut Komari dan Faizal (2007), kompensasi eksekutif merupakan salah satu alat yang masih dianggap efektif untuk meningkatkan kinerja manajer perusahaan. Dikatakan efektif karena ketika para eksekutif pada sebuah perusahaan diberikan kompensasi yang sesuai dengan tugas dan tanggung jawabnya, akan timbul kepercayaan dari diri eksekutif kepada perusahaan tempat mereka tersebut bekerja, sehingga seorang eksekutif akan berusaha meningkatkan kinerja dan lebih memaksimalkan keahlian serta sumber daya yang dimilikinya. Kompensasi eksekutif juga berdampak pada motivasi manajer untuk bekerja memaksimalkan nilai ekonomi pemegang saham. Indikator pengukuran kompensasi eksekutif menggunakan rumus nilai kompensasi eksekutif yang di logaritma natural kan (Noviarty & Donela, 2019), Ridwan & Suryani (2021) dan Widamunti (2012). *Free Cash Flow* atau aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham, yang tidak diperlukan untuk modal kerja (Scot, 2000). Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan kembali pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan. Di sisi lain pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan, sehingga dapat menambah kesejahteraan mereka. *Free cash flow hypothesis* yang dikembangkan oleh Jensen (1986) yang mengatakan bahwa manajer dibantu oleh *free cash flow* (FCF) akan berinvestasi dalam proyek dari pada membayarkannya

kepada *shareholders*. Jensen meramalkan bahwa perusahaan dengan FCF yang cukup tinggi akan lebih suka memperbesar investasi tambahan, membayar hutang dan menambah likuiditas. perusahaan yang memiliki FCF cenderung untuk tidak membagikan dividen atau lebih menyukai membagikan dividen yang kecil, karena lebih mengutamakan pertumbuhan (Handoko, 2002), (Pujiastuti, 2008), Auditta (2014), Rochmah & Ardianto (2020). Menurut Sari (2014) semakin besar FCF yang tersedia dalam perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut, karena kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, pembagian dividen. Dividen merupakan pendapatan perusahaan yang didistribusikan kepada para pemegang saham, besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham tergantung pada kinerja keuangan setelah dikurangi dengan pembiayaan investasi dan kebijakan deviden (Fong dan Astuti, 2015). DPR dapat dipresentasikan oleh suatu rasio yang disebut *dividend payout ratio* (DPR). DPR merupakan perbandingan antara jumlah dividen kas yang dibayarkan dengan laba per lembar saham perusahaan (Pujiastuti, 2008; Auditta, 2014; Astutik, 2015; Fitriana, 2018; Lailiyah, 2021; Widodo, 2021). Astutik (2015) menyatakan bahwa dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan saldo laba ditahan (*retained earning*) sebagai cadangan bagi perusahaan. Menurut Brigham (2010): kebijakan deviden harus diformulasikan dengan memperhatikan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham dan untuk mencukupi pembiayaan. Kebijakan deviden dalam bisnis dibangun sebagai upaya memaksimalkan nilai perusahaan dengan asumsi ada *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham (Haryati, 2012). Pujiastuti (2008) dan Auditta (2014) dividen dapat digunakan sebagai pengendali masalah keagenan di Indonesia, dan bahwa masalah keagenan dapat diturunkan dengan suatu mekanisme yaitu dengan menggunakan pembayaran dividen. Ketika MM (Modigliani–Miller, 1961) mengemukakan teori ketidakrelevanan dividen dan memberikan fakta yang cukup kuat bahwa perusahaan–perusahaan enggan menurunkan deviden, tetapi juga tidak akan menaikkan dividen kecuali mereka mengantisipasi laba dan tingkat pengembalian yang tinggi di masa yang akan datang. Kinerja keuangan merupakan gambaran dari pencapaian keberhasilan perusahaan atas berbagai aktivitas yang telah dilakukan. kinerja keuangan adalah

suatu analisis yang dilakukan untuk melihat sejauh mana suatu perusahaan telah melaksanakan dengan menggunakan aturan-aturan pelaksanaan keuangan secara baik dan benar (Fahmi, 2017). Menurut Wiratna (dalam Widodo 2021) menyatakan bahwa kinerja keuangan merupakan hasil dari evaluasi terhadap pekerjaan yang telah selesai dilakukan, hasil pekerjaan tersebut dibandingkan dengan kriteria yang telah ditetapkan bersama, kinerja keuangan dapat diukur dengan tingkat profitabilitas. Kinerja keuangan yang diproksikan dengan rasio profitabilitas ini dapat dilihat dan dihitung dari beberapa aspek, diantaranya *return on equity* (ROE). ROE digunakan untuk menilai kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba dari investasi pemegang saham perusahaan yang dinyatakan dalam persentase.

#### **METODOLOGI PENELITIAN**

Rancangan penelitian ini termasuk penelitian asosiatif dan kausalitas dengan pendekatan kuantitatif. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah industri manufaktur *non cyclicals* yang terdaftar di BEI tahun 2018-2022 berjumlah 98 perusahaan. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Kriteria sampel yang digunakan adalah industri manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan berturut pada periode amatan, membagikan deviden kas kepada para pemegang saham biasa dan institusi pada periode amatan, tersedia data pembayaran kompensasi kepada para eksekutif, melaporkan laporan keuangan dengan menggunakan matauang fungsional Rupiah dan tersedia data lengkap terkait pengukuran variabel lainnya. Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel penelitian sebanyak 20 perusahaan manufaktur *non cyclicals* yang terdaftar di BEI periode tahun 2018-2022. Data penelitian diperoleh dari sumber sekunder dengan teknik pengumpulan data berupa dokumentasi dan studi pustaka. Data yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari *website* perusahaan sampel dan *website* [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) melalui Galeri Investasi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pamulang. Analisis menggunakan teknik analisis regresi data panel dua model persamaan., yaitu regresi data panel langsung pada model persamaan pertama dan regresi data panel dengan variabel moderasi pada model persamaan kedua. Teknik analisis data dengan menggunakan aplikasi

program Eviews 13. Tingkat kepercayaan yang digunakan adalah 95% dengan probability value  $\alpha=5\%$ . Model persamaan regresi data panel untuk pengujian hipotesis pertama dan kedua (dengan moderasi) sebagai berikut:

$$Y = \beta + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon \dots\dots\dots(1)$$

$$Y = \beta + \beta_1 X_1 * \beta_5 Z + \beta_2 X_2 * \beta_5 Z + \beta_3 X_3 * \beta_5 Z + \beta_4 X_4 * \beta_5 Z + \varepsilon \dots\dots(2)$$

Keterangan:

Y : *Dividend Payout Ratio* (DPR)

$\alpha$  : konstanta

$\beta_1 - \beta_5$  : koefisien regresi X

X1: *Dispersion Ownership*

X2: Kompensasi Eksekutif

X3: *Institutional Ownership*

X4: *Free Cash Flow*

X5-Z: *Return on Equity* (ROE)

Z : Variabel Moderasi

$\varepsilon$  : Faktor pengganggu atau *error*

Variabel penelitian dalam penelitian ini terdiri dari variabel independen, variabel dependen dan variabel moderasi. Variabel independen *agency cost* diukur dengan *dispersion ownership* / sebaran saham biasa, yaitu kepemilikan saham individu/masyarakat diluar kepemilikan saham institusi dan insider/ pihak dalam manajemen. *Institusi ownership* yaitu kepemilikan saham institusi selain kepemilikan saham individu/masyarakat dan kepemilikan saham pihak insider/manajemen. Kompensasi eksekutif yaitu jumlah kompensasi berupa gaji, bonus, *tantiem* yang diberikan kepada manajemen eksekutif dalam satu tahun kinerja. Arus kas bebas/ *free cash flow* adalah arus kas sisa hasil pendapatan/ income yang tidak digunakan untuk membiayai investasi ataupun pendanaan utang. Variabel independen lain yang juga digunakan sebagai variabel moderasi/ quasi moderasi adalah ROE. ROE akan dianalisis sebagai rasio keuangan, hasil kinerja perusahaan yang diukur dari laba setelah pajak dibagi ekuitas. Berikut tabel pengukuran variabel pada penelitian ini.

Hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H1 = *Dispersion ownership* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

H2 = *Insider ownership* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

H3 = Kompensasi eksekutif berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

H4 = *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

H5 = *Return on Equity* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

H6 = *Return On Equity* memoderasi pengaruh hubungan antara *agency cost* dan *dividend payout ratio*.

Pengujian hipotesis pada model persamaan kesatu dan kedua menggunakan analisis regresi data panel melalui uji model *common effect*, *fixed effect* dan *random effect*. Dari ketiga uji model tersebut dilakukan uji ketepatan dengan uji chow, uji hasuman dan uji lagrange multiplier, model mana dari ketiga tersebut yang tepat dan layak digunakan untuk dianalisis interpretasikan. Setelah ditentukan model yang tepat maka dilakukan uji asumsi klasik, uji asumsi klasik dalam penelitian ini digunakan uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heterokedastisitas.

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan dengan menggunakan metode purposive sampling, maka jumlah industri manufaktur sektor barang konsumsi primer *non cyclical* yang berhasil diperoleh dalam penelitian ini sebanyak 20 perusahaan dengan data *time series* tahun amatan selama 5 tahun periode 2018-2022 sehingga total populasi yang diobservasi sebanyak 100. Namun dalam perjalanan proses regresi ditemukan data outlier pada 7 *cross section* yaitu: PT Ultrajaya Tbk; PT Gudang Garam Tbk; Sekar Laut Tbk; Siantar Top Tbk; Sekar Bumi Tbk; Provident Investasi Bersama Tbk; dan Buyung Poetra Sembada Tbk. Maka tersisa 13 perusahaan yang sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan, berikut nama-nama perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini:

Tabel 1 Kode Perusahaan

No	Kode saham	Perusahaan
1	BISI	BISI International Tbk.
2	MIDI	Midi Utama Indonesia Tbk.
3	MYOR	Mayora Indah Tbk.
4	SKLT	Sekar Laut Tbk.
5	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk.
6	ULTJ	Ultra Jaya Milk Industry Tbk
7	KINO	Kino Indonesia Tbk.
8	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.
9	GOOD	Garuda Food Putera Puteri Tbk
10	HMPS	Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk
11	EPMT	Enseval Putera Megatrading Tbk.
12	TGKA	Tigaraksa Satria Tbk.
13	ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk.

Hasil uji statistik deskriptif untuk variabel independen dan variabel dependen dapat disimpulkan sebagai berikut: *dividend payout ratio* (DPR) menunjukkan nilai minimum sebesar -0.015209; nilai maksimum 1.623854 dengan nilai rata-rata sebesar 0.342918 dan standar deviasi sebesar 0.358669. Hasil analisis statistik deskriptif *dispersion ownership* (DO) nilai minimum sebesar 0.009969, nilai maksimum sebesar 0.594264 dengan nilai rata-rata 0.212872 dan standard deviasi sebesar 0.176172. Hasil analisis *statistic* deskriptif *institutional ownership* (IO) menunjukkan nilai minimum sebesar 0.0237763, nilai maksimum sebesar 0.971433 dengan nilai rata-rata 0.681484 dan standard deviasi sebesar 0.224832. Hasil analisis *statistic* deskriptif kompensasi eksekutif (KE) menunjukkan nilai minimum sebesar -0.104696, nilai maksimum 0.985463 dengan nilai rata-rata sebesar 0.137065 dan standard deviasi sebesar 0.183276. Hasil analisis *statistic* deskriptif *free cash flow* (CFC) menunjukkan nilai minimum sebesar -0.136822, nilai maksimum sebesar 0.408045 dengan nilai rata-rata 0.090944 dan standard deviasi sebesar 0.112903. Hasil analisis *statistic* deskriptif *Return on Equity* (ROE) menunjukkan nilai minimum sebesar -0.619557; nilai maksimum sebesar 0.932751 dengan nilai rata-rata 0.172738 dan standar deviasi sebesar 0.170416. Variabel DPR, DO, IO, KE, CFC dan ROE memiliki nilai rata-rata lebih besar dari nilai standard deviasi. Hal ini menunjukkan bahwa kualitas data dari variabel

tersebut baik dan mengidentifikasi bahwa standar eror dari variabel tersebut kecil. Langkah selanjutnya melakukan uji persamaan model regresi dengan model *common effect* (CEM), *fixed effect* (FEM) dan *random effect* (REM). Kemudian dari model CEM, FEM dan REM dilakukan uji pemilihan model, yang dimaksudkan untuk memilih uji model mana yang lebih *fitted*/tepat untuk dilakukan analisis interpretasi. Dari tabel pemilihan model dibawah ini, model terpilih adalah *random effect* (REM).

Tabel 2 Model Pemilihan

Pengujian	Rejection of Rules	Hasil	Keputusan
Uji Chow	Prob. Value > 0.05 CEM Prob. Value < 0.05 FEM	Cross section F 4.788157, Prob. Value 0.0000 > 0.05 Cross section Chi-square 51.911363, prob. Value 0.0000 < 0.05	FEM
Uji Hausman	Prob. Value > 0.05 REM Prob. Value < 0.05 FEM	Cross Section Random 8.291142 Prob. Value 0.1409 > 0.05	REM
Uji Lagrange Multiplier	Prob. Value > 0.05 CEM Prob. Value < 0.05 REM	Cross section breusch pagan 13.61066 Prob. value 0.0002 < $\alpha = 0,05$	REM

Berikut tabel hasil uji model regresi data panel *random effect*:

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.120586	0.318563	0.378533	0.7064
DO	0.015058	0.437836	0.034393	0.9727
KE	0.741867	0.221703	3.346227	0.0014
IO	0.137532	0.350237	0.392683	0.6960
FCF	1.096823	0.349663	3.136804	0.0027
ROE	0.283726	0.233336	1.215958	0.2288
<i>Effects Specification</i>				
			S.D.	Rho
<i>Cross-section random</i>			0.216940	0.4676
<i>Idiosyncratic random</i>			0.231467	0.5324
<i>Weighted Statistics</i>				
<i>R-squared</i>	0.247994	<i>Mean dependent var</i>	0.201526	
<i>Adjusted R-squared</i>	0.184265	<i>S.D. dependent var</i>	0.263331	
<i>S.E. of regression</i>	0.237835	<i>Sum squared resid</i>	3.337377	
<i>F-statistic</i>	3.891364	<i>Durbin-Watson stat</i>	2.231172	
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.004086			

<i>Unweighted Statistics</i>			
<i>R-squared</i>	0.273723	<i>Mean dependent var</i>	0.467962
<i>Sum squared resid</i>	5.979555	<i>Durbin-Watson stat</i>	1.245287

Setelah menemukan ketepatan model regresi, maka dilakukan uji asumsi klasik. Menurut Ghozali (2018) untuk menentukan ketepatan model perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi klasik yaitu, uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Berikut hasil uji normalitas persamaan regresi pertama. Nilai Jarque- Bera pada uji normalitas sebesar  $2.653811 < \text{nilai table chi square}$  yaitu sebesar  $df = k-1$  dengan nilai 100.74862 dan *probability* nilai signifikansi  $0.265297 > \alpha = 0,05$  yang berarti nilai residual dalam variabel model persamaan diatas terpenuhi asumsi berdistribusi normal. Hasil uji autokorelasi *Breusch-Godfrey LM Test* terdapat nilai *F statistic* sebesar 2.343205 dengan (p) value  $0.1052 > 0.05$ , nilai *Obs\*R-Squared* sebesar 4.938142 dengan nilai chi square (p) value  $0.0847 > 0.05$ , menunjukkan tidak ada gejala autokorelasi. Hasil uji autokorelasi terdapat nilai korelasi antara FCF dan ROE sebesar 0.179204, dari data yang dihasilkan terlihat tidak terdapat korelasi yang tinggi antarvariabel independen yang tingginya  $> 0.90$ . jadi dapat disimpulkan tidak terdapat gejala multikolinieritas antarvariabel indepeden dan variabel dependen. Hasil perhitungan uji heterokedastitas terdapat nilai *probability F statistic* sebesar 0.855566 dengan *probability value* sebesar  $0,4960 > \alpha = 0.05$ , nilai *Obs\*R-Squared* menunjukkan nilai *prob. Chi-Square* sebesar  $0.4765 > \alpha = 0,05$ . Dengan demikian  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak, hal ini berarti bahwa tidak ada gejala heterokedastisitas. Persamaan regresi dari model *random effect* yang dihasilkan adalah:

$$Y \text{ DPR} = -0.120586 C + 0.015058 DO + 0.741867 KE + 0.137532 IO + 1.096823 FCF + 0.283726 ROE + \epsilon$$

Hasil analisis regresi berganda data panel menunjukkan bahwa *t statistic variable* DO sebesar  $0.034393 < t \text{ tabel}$  sebesar 1.67065 dengan nilai probabilitas sebesar  $0.9727 > \alpha = 0,05$  hal ini berarti bahwa DO memiliki arah hubungan positif tidak signifikan terhadap variabel DPR. Rasio pembagian deviden meningkat jika

jumlah kepemilikan saham biasa berkurang dan sebaliknya. Hasil uji t statistik variabel ukuran KE sebesar  $3.346227 > 1.67065$  dengan nilai probabilitasnya sebesar  $0.0014 < \alpha = 0.05$  hal ini berarti variabel KE berpengaruh positif signifikan terhadap variabel DPR. Jika perusahaan memiliki rasio kemampuan membayar dividen yang tinggi maka perusahaan memastikan bahwa laba dimasa depan akan meningkat (*irrelevance dividend theory*) sehingga kompensasi eksekutif pun juga akan meningkat. Hasil uji t statistik variabel IO sebesar  $0.392683 < 1.67065$  dan nilai probabilitasnya sebesar  $0.6960 > \alpha = 0,05$  hal ini berarti variabel IO memiliki arah hubungan positif tidak signifikan terhadap variabel DPR. Peningkatan jumlah kepemilikan saham institusi akan memberikan dampak peningkatan rasio pembagian dividen, namun peningkatan jumlah kepemilikan saham ini tidak dapat memaksa perusahaan untuk membayarkan dividen jika perusahaan memiliki kemampuan terbatas dalam menganalisa dan memprediksi tingkat pengembalian investasi dimasa depan.. Hasil uji statistik variabel FCF sebesar  $3.136804 > 1.6705$  dan nilai probabilitasnya sebesar  $0.0027 < \alpha = 0.05$  hal ini berarti FCF berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. Jika arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan meningkat maka akan meningkatkan rasio pembagian dividen kepada para pemegang saham. Hal ini dapat disimpulkan arus kas bebas adalah arus kas yang tersedia setelah perusahaan memenuhi pembiayaan investasi, pendanaan jangka panjang, dan tersedia *retained earning* yang cukup. Hasil uji statistik variabel *return on equity* (ROE) sebesar  $1.215958 < 1.6705$  dengan nilai probabilitas sebesar  $0.2288 > \alpha = 0,05$  yang berarti variabel ROE memiliki arah hubungan positif tidak signifikan terhadap DPR. Semakin tinggi rasio tingkat pengembalian ekuitas perusahaan, maka semakin besar dividen yang dibagikan kepada investor (Pamungkas, 2017). Namun perusahaan harus memastikan pula tingkat pengembalian investasi masa depan, kebutuhan pembiayaan, pemenuhan kewajiban hutang jangka panjang, serta faktor lainnya. Hasil F hitung sebesar 3.89 dan F table sebesar 2,26 dengan nilai probability signifikansi sebesar  $0,004 < \alpha = 0,05$ , hal ini berarti variabel *agency cost*, dan ROE secara bersama-sama (simultan) berpengaruh positif signifikan terhadap variabel dependen yaitu *dividend payout ratio* (DPR). Nilai *R-squared* sebesar 0.247994 atau 24.79% dan nilai *Adjusted R-squared* 0.184265 sehingga besarnya

nilai koefisien determinasi adalah sebesar 18.42%. Hal ini menunjukkan bahwa variasi dari variabel terikat yang mampu dijelaskan oleh variabel bebas adalah sebesar 18.42%, sisanya 81.58% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diikutsertakan dalam penelitian ini. Selanjutnya dilakukan uji persamaan model kedua, dengan melakukan uji model CEM, FEM dan REM. Persamaan regresi dari model fixed effect yang dihasilkan adalah:

$$Y = \beta + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon$$

$$DPR = 0.348051 - 1.738919 + 6.199275 + 0.146424 + 4.472753 + \epsilon$$

Pada persamaan kedua model ketepatan *fitted* terpilih REM, berikut tabel kesimpulan pemilihan model:

Tabel 3 Hasil Pemilihan Model

Pengujian	Rejection of Rules	Hasil	Keputusan
Uji Chow	Prob. Value > 0.05 CEM Prob. Value < 0.05 FEM	Prob. value: Cross section F 0.003 3 < 0.05 Cross section Chi-square 0.0003 < 0.05	FEM
Uji Hausman	Prob. Value > 0.05 REM Prob. Value < 0.05 FEM	Prob. value: Cross-section random 0.407 7 > 0.05	REM
Uji Lagrange Multiplier	Prob. Value > 0.05 CEM Prob. Value < 0.05 REM	Prob. Value Breusch Pagan 0.0091 < 0.05	REM

Hasil yang diperoleh dari output uji *chow* diperoleh nilai *cross section F test* sebesar 3.006747 dengan probability (p) value sebesar  $0.0033 < \alpha = 0,05$ , dan nilai *cross section chi square* sebesar 36.437649 dengan probability (p) value sebesar  $0.0003 < \alpha = 0,05$ . Dengan demikian dapat disimpulkan  $H_0$  ditolak, dan  $H_a$  diterima, model mengikuti *Fixed Effect*. Hasil yang diperoleh dari output uji *hausman* diperoleh nilai *cross section random* sebesar 3.987316 dengan probability (p) value sebesar  $0.4077 > \alpha = 0,05$ , Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model yang terpilih adalah REM, maka  $H_0$  diterima, dan  $H_a$  ditolak, model mengikuti *Random Effect*. Hasil yang diperoleh dari output uji *lagrange multiplier* diperoleh nilai *cross section Breusch pagan* sebesar 6.810554

dengan probability (p) value sebesar  $0.0091 < \alpha = 0,05$ , Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model yang terpilih adalah REM, maka  $H_0$  ditolak, dan  $H_a$  diterima, model mengikuti *Random Effect*. Hasil uji normalitas terdapat nilai *Jarque-Bera* sebesar  $4.285812 < \text{nilai table chi square}$  yaitu sebesar  $df = k-1$  dengan nilai  $100.74862$  dan *probability* nilai signifikansi  $0.117313 > \alpha = 0,05$  yang berarti nilai residual dalam variabel model persamaan diatas terpenuhi asumsi berdistribusi normal. Hasil uji *Breusch-Godfrey LM Test* diatas nilai *F statistic* menunjukkan angka sebesar  $1.656069$  dengan (p) value  $0.1998 > 0.05$ , dan nilai *Obs\*R-Squared* sebesar  $3.511360$  dengan nilai *chi square* (p) value  $0.1728 > 0.05$ , mengindikasikan bahwa tidak ada gejala autokorelasi. Nilai *cut off* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah nilai *Tolerance*  $< 0.10$  atau sama dengan nilai *VIF*  $> 10$ . Nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) adalah nilai yang dipakai untuk menunjukkan ada tidaknya multikolinieritas, nilai *tolerance* pada *centered VIF*  $> 0,10$  atau sama dengan *VIF*  $< 10$  (Ghozali dan Ratmono, 2013: 84). Berdasarkan tabel diatas dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala multikolinieritas yang ditemukan. Hasil perhitungan uji heterokedastitas untuk nilai *probability F statistic* sebesar  $0,2733 > \alpha = 0.05$ , nilai *Obs\* R-Squared* menunjukkan nilai *prob. Chi-Square* sebesar  $0,2623 > \alpha = 0,05$ . Dengan demikian  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak, hal ini berarti bahwa tidak ada gejala heterokedastitas yang terjadi. Model yang terpilih adalah *random effect model* (REM), selanjutnya dilakukan analisis atas persamaan model regresi yang terpilih. Berikut ditampilkan kembali pada tabel dibawah:

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C	0.348051	0.101513	3.428626	0.0011
DO*ROE	-1.738919	0.696370	-2.497118	0.0153
KE*ROE	6.199275	3.576715	1.733231	0.0882
IO*ROE	-0.146424	0.490506	-0.298517	0.7663
FCF*ROE	4.472753	1.197170	3.736106	0.0004
<i>Effects Specification</i>				
			S.D.	Rho
<i>Cross-section random</i>			0.169588	0.3203
<i>Idiosyncratic random</i>			0.247059	0.6797
<i>Weighted Statistics</i>				

<i>R-squared</i>	0.262125	<i>Mean dependent var</i>	0.255450
<i>Adjusted R-squared</i>	0.212933	<i>S.D. dependent var</i>	0.278452
<i>S.E. of regression</i>	0.247033	<i>Sum squared resid</i>	3.661525
<i>F-statistic</i>	5.328645	<i>Durbin-Watson stat</i>	2.217080
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.000971		

Nilai t tabel dari variabel model persamaan yaitu:  $n = \text{jumlah observasi (time series x cross section), (5 x 13=65)}$  dikurangi banyaknya variabel (variabel independen (5) dan variabel dependen (1), sehingga nilai t tabel sebesar  $= 65-6 = 59$  dengan  $df= 0.05\%$  didapat angka pada t tabel sebesar  $= 1.67109$  (*one tailed*) dan  $2.00100$  (*two tailed*) Hasil analisis regresi berganda data panel model persamaan regresi 2 menunjukkan bahwa secara *t statistic* variabel KE dan IO moderasi ROE nilai t hitung lebih kecil dari t tabel dan nilai probabilitas  $value > \alpha = 0,05$  yang berarti variabel moderasi ROE berhasil memperlemah hubungan KE dan IO dengan DPR. Semakin tinggi kompensasi yang diberikan perusahaan kepada manajer akibat meningkatnya rasio ROE maka semakin besar rasio pembayaran dividen perusahaan. Dalam hal ini perusahaan memiliki kewajiban membayar kompensasi dalam *nexus of contract*, disisi lain memiliki kewajiban pembayaran deviden. Pada variabel IO moderasi ROE terhadap DPR, dapat disimpulkan IO akan meningkat sejalan dengan peningkatan ekuitas perusahaan dari rasio ROE. Jumlah IO yang bertambah jika dipengaruhi ROE yang rendah maka berdampak pada rasio kemampuan pembayaran deviden yang rendah,. Sedangkan pada variabel DO dengan DPR yang dimoderasi ROE berhasil memperkuat hubungan keduanya secara signifikan dengan arah negatif. Karena dimoderasi peningkatan pengembalian investasi ROE, investor menjadi tertarik membeli saham perusahaan, semakin tinggi tingkat kepemilikan saham biasa maka semakin kecil pembagian deviden yang diberikan. Sedangkan pada variabel FCF dengan DPR melalui moderasi ROE hubungannya berpengaruh positif signifikan. Semakin besar arus kas tersedia yang dapat digunakan oleh perusahaan akibat peningkatan ROE, maka semakin baik pengelolaan operasi perusahaan dimana dapat terpenuhi pembiayaan investasi, pembayaran utang ataupun pendanaan juga pembagian deviden. Untuk memperoleh nilai F tabel diperoleh dari  $df 1 (N1)$  dimana k adalah jumlah variabel bebas dan terikat kemudian

dikurangi 1 ( $df1 = k-1$ ) ( $df1 = 6-1=5$ ), sedangkan  $df2(N2) = n-k$ , dimana  $n$  adalah jumlah observasi yaitu  $65-6 = 59$ . Maka hasil  $F$  hitung sebesar 5.328645 dan dibandingkan dengan  $F$  tabel sebesar 2,37 dengan nilai probabilitas signifikansi sebesar  $0,00 < \alpha = 0,05$ , hal ini berarti variabel *Agency Cost* dimoderasi ROE secara bersama-sama (simultan) berpengaruh positif signifikan terhadap variabel dependen yaitu *dividend payout ratio* (DPR). Nilai *R-squared* sebesar 0.2621 atau 26.21% dan nilai *Adjusted R-squared* 0.2129 atau 21.29% sehingga hal ini menunjukkan bahwa variasi dari variabel terikat yang mampu dijelaskan oleh variabel bebas adalah sebesar 21.29% dan sisanya 78.71% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak diikutsertakan dalam penelitian ini. Perubahan nilai *R squared* dari sebesar 18.42% pada hubungan langsung menjadi 21.29% pada hubungan moderasi. Hal ini membuktikan bahwa moderasi ROE berhasil memperkuat pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen.

## **SIMPULAN**

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis model persamaan pertama dan kedua seluruh variabel  $X$  yang dijadikan model dalam penelitian ini yaitu : DO, KE, IO, FCF dan ROE secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen baik tanpa variabel moderasi maupun dengan menggunakan variabel moderasi. Hubungan secara parsial pada persamaan regresi pertama ditemukan variabel DO, IO dan ROE tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel DPR, namun variabel KE dan FCF berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. Pada persamaan regresi kedua, variabel ROE berhasil memperkuat hubungan antara DO dan DPR serta FCF dan DPR, serta berhasil memperlemah hubungan antara KE dan IO terhadap DPR. Hal ini membuktikan bahwa kebijakan pembayaran dividen dipengaruhi pertimbangan banyak faktor bukan hanya dari banyak atau sedikitnya sebaran *shareholder*/ kepemilikan saham, besarnya jumlah kompensasi eksekutif, arus kas bebas dan kinerja keuangan namun juga harus mempertimbangkan besarnya struktur hutang, kondisi fundamental ekonomi dan sebagainya. Pada sepanjang periode amatan terdapat ketidakselarasan, karena tidak seluruh emiten menetapkan pembagian ataupun pembayaran dividen pada para investor dan di sebagian besar industri membuat

keputusan untuk menunda hal ini mungkin saja disebabkan karena pandemi yang menyebabkan krisis ekonomi sehingga operasi industry tidak dijalankan dengan semestinya. Dari kriteria pemilihan sampel total 98 populasi terdapat 37 perusahaan yang tidak membayar deviden, 30 perusahaan tidak menyediakan data observasi, 3 diantaranya menggunakan mata uang fungsional selain rupiah dan ditemukan data outlier dari 4 sampel perusahaan yang terpilih. Saran selanjutnya agar dilakukan penelitian lintas sektor industri misal perbankan, manufaktur, food and beverages dan pertambangan. Melakukan penelitian perbandingan periode amatan pada tahun sebelum atau sesudah pandemi / krisis ekonomi dengan menggunakan pengukuran Tobin's Q, tingkat pertumbuhan, resiko perusahaan, manajemen laba, pajak, struktur hutang dan pengaruh inflasi.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Auditte, I. G., & Achsin, M. (2014). Pengaruh Agency Cost terhadap kebijakan dividen. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 12(2), 284-294.
- Aji, S. S. (2006). Pengaruh Agency Cost terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta.
- Aliyeva, A. (2020). Insider Ownership and Dividend Payout Policy: The Role of Business Cycle. In arXiv.
- Bathala et al., (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and Institutional Holding an Agency Perspective. *Journal of Financial Management*.
- Brigham, E.F, Gapenski, L.C, & Daves. (1996). *Intermediate Financial Management. Fifth Edition*. The Dryden Press. New York.
- Brigham, Eugene F. Louis C. Gapenski, and Michael C. Ehrhardt. 1999. *Financial - Management, Theory and Practice*. 9th Edition. The Dryden Press
- Budiardi, B. A. (2019). Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Biaya Agensi Dan Kinerja Keuangan. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*, 7(2).
- Dharmastuti, C. F. (2013). Analisis Pengaruh Mekanisme Internal Dan External Corporate Governance Terhadap Profitabilitas Dan Kebijakan Dividen Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Go Publik Di Pasar Modal Indonesia). *Jurnal Organisasi dan Manajemen*, 9(1), 21-30.
- Djumahir, D. (2009). Pengaruh biaya agensi, tahap daur hidup perusahaan, dan regulasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, 11(2), 144-153.
- Fong, I. L. M., & Astuti, D. (2015). Pengaruh Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Keuangan dan Non-Keuangan Periode 2010-2013. *Finesta*, 3(2), 18-22.
- Fahmi, Irham. (2017). *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung: Alfabeta.

- Fachrudin, K, A. 2011. Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan, Vol. 13, Hal. 37-46*.
- Fitriana, A., Dewi, A. C., & Setiawan, D. (2018). Recent developments in dividend policy: evidence from Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan, 22(1)*, 37-50.
- Handoko, J. (2017). Pengaruh Agency Costs terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi, 2(3)*.
- Handoko, J. 2002. Pengaruh Agency Costs terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi, Vol 2 No 3*
- Hery. (2011). *Teori Akuntansi, Pelaporan Keuangan dan Standar Akuntansi & Kerangka Kerja Konseptual*. FASB.
- Hery. (2015). *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: CAPS.
- Holder, M. E., Langrehr, F. W., & Hexter, J. L. (1998). Dividend policy Determinants: An Investigation Of The Influences Of Stakeholder Theory. *Financial management, 73-82*.
- Irnawati, J. (2019). Pengaruh *Return On Assets (ROA)*, *Return On Equity (ROE)* Dan *Current Ratio (CR)* Terhadap Nilai Perusahaan Dan Dampaknya Terhadap Kebijakan Deviden. *Jurnal Sekuritas, 2(2)*, 1-13.
- Karauan, P. (2017). Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Bank BUMN yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi, 5(2)*.
- Lailiyah, E. H., & Abadi, M. D. (2021). *Agency Cost* dan Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi dan Bisnis: Jurnal Program Studi Akuntansi, 7(1)*, 33-41.
- Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan analisis Investasi*. Edisi Kedua. BPFE. Yogyakarta.
- Jensen, M. C. and W.H. Meckling. 1976. The Theory of Firm : Managerial Behavior Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economic*.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Over AEA Papers Proceeding, May.
- Muslih, M. dan Fitriah. 2019. Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Penjualan, Arus Kas Operasi, dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Return Saham. *Jurnal Aksara Public 3(1): 246-260*
- Noronha. (1996). The Monitoring Rationally of Dividends and The Interaction of Capital Structure and Dividend Decision. *Journal of Banking and Finance*.
- Noviarty, H., Donela, V., Ekonomi, F., & Tanjungpura, U. (2019). Pengaruh Kompensasi Eksekutif Terhadap Manajemen Laba Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Audit Dan Akuntansi Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Tanjungpura, 8(1)*, 43-72.

- Pamungkas, N. (2017). Pengaruh Return On Equity, Debt To Equity Ratio, Current Ratio, Earning Per Share Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Analisa Akuntansi dan Perpajakan*, 1(1).
- Putra, R. D., & Gantino, R. (2021). Pengaruh profitabilitas, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 11(1), 81-96.
- Prastika, T., & Pinem, D. B. (2016). Pengaruh Return On Equity, Leverage Dan Sales Growth Terhadap Kebijakan Dividen Pada BEI. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 3(2), 134-144.
- Pujiastuti, T. (2008). Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Dan Jasa Yang Go Public Di Indonesia. *Jurnal keuangan dan Perbankan*, 12(2), 183-197.
- Rozeff, M.S. 1982. *Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. Journal of Financial Research.*
- Rochmah, H. N., & Ardianto, A. (2020). *Catering Dividend: Dividend Premium And Free Cash Flow On Dividend Policy. Cogent Business & Management*, 7(1), 1812927.
- El Rasyid, R. F., & Darsono, D. (2022). Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Financial Distress Terhadap Kebijakan Dividen Dalam Masa Pandemi Covid-19. *Diponegoro Journal of Accounting*, 11(4).
- Sari, P. E. J. (2014). Pengaruh Agency Cost, Leverage, dan Growth Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Doctoral Dissertation, STIE Perbanas Surabaya).
- Sanjaya, G., & Ariesa, Y. (2020). Pengaruh Return On Equity, Debt To Asset Ratio, dan Current Ratio terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor industri dasar dan kimia yang listing di BEI periode 2013-2018. *Jurnal Ekonomi Bisnis Manajemen Prima*, 1(2), 119-132.
- Setyawan, R. A. (2014). Analisis Dampak Debt To Equity Ratio, Return On Equity, Return On Investment, Firm Size, Dan Net Profit Margin Terhadap Kebijakan Dividen Kas Pada Sektor Keuangan Yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013. *Semarang: Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Dian Nuswantoro.*
- Sulistiani, D. (2016). Kompensasi Sebagai Alat Peningkatan Kinerja Dalam Bingkai Agency Theory. *J-MPI (Jurnal Manajemen Pendidikan Islam)*, 1(1), 88-103.
- Scott, W. R. (2002). *Financial Accounting Theory Third Edition*. USA: John & Wiley.
- Titman, S., and Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*
- Tanzil, M., & Arrozi, M. F. (2020). Analisis Pengaruh Kompensasi Eksekutif, Latar Belakang Keahlian Komite Audit, Komisaris Independen, Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Penghindaran Pajak Perusahaan dengan Variabel Kontrol Ukuran dan Kinerja Perusahaan. *JCA of Economics and Business*, 1(01).
- d'Udekem, B. (2021). Agency conflicts and dividend persistence. *Journal of Financial Services Research*, 60(2-3), 207-234.

- Widodo, F. P. T., Praptapa, A., Suparlinah, I., & Setyorini, C. T. (2021). The Effect Of Company Size, Institutional Ownership, Profitability And Leverage On Dividends Payout Ratio. *Journal of Contemporary Accounting*, 77-87.
- Yosephine, F., & Tjun, L. T. (2016). Pengaruh Cash Ratio, Return on Equity, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2015. *Jurnal Akuntansi Maranatha*, 8(2), 237-269.
- Zhong, K., Gribbin, D. W., & Zheng, X. (2007). The Effect of Monitoring by Outside Blockholders on Earnings Management. *Quarterly Journal of Business and Economics*.