



Nexus *free cash flow* dan kebijakan dividen

Pambayun Kinasih Yekti Nastiti^{*})

Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Kristen Satya Wacana (UKSW), Salatiga, Indonesia.

Info Artikel

Sejarah Artikel:

Diterima: 04-11-2022

Disetujui: 10-12-2022

Dipublikasikan: 13-12-2022

Keywords:

free cash flow; kebijakan dividen; leverage; pertumbuhan perusahaan

Abstrak

Kebijakan dividen dan determinannya tetap menjadi isu kontroversial dalam literatur keuangan. Tujuan studi ini untuk menguji pengaruh langsung *free cash flow* terhadap dividen dan pengaruh tidak langsung *free cash flow* terhadap dividen melalui pertumbuhan perusahaan dan *leverage*. Sampel studi ini adalah 32 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016-2020. Analisis data memanfaatkan regresi data panel *fixed effect robustness* dengan melibatkan 160 obeservasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* terbukti secara signifikan berpengaruh positif terhadap dividen. Lebih lanjut, penelitian ini mampu membuktikan adanya pengaruh *free cash flow* terhadap *leverage* yang kemudian dilanjutkan dengan *leverage* berimplikasi pada pembayaran dividen perusahaan. Namun, pertumbuhan perusahaan tidak terbukti dipengaruhi *free cash flow* dan juga tidak mempengaruhi dividen sehingga tidak mampu berperan memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap dividen. Penelitian ini secara akademis berkontribusi dalam mengintegrasikan variabel-variabel kunci determinan kebijakan dividen yang selama ini hanya diteliti secara terpisah. Sementara secara praktis, studi ini menyarankan bahwa bagi investor yang berorientasi pada dividen hendaknya mempertimbangkan ketersediaan *free cash flow* dan ratio hutang perusahaan.

Nexus *free cash flow* and dividend policy

Abstract

Dividend policy and its determinants remain a controversial issue in the financial literature. This study aims to examine the direct effect of free cash flow on dividends and the indirect impact of free cash flow on dividends through firm growth and leverage. The sample of this study is 32 manufacturing firms listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2016-2020 period. The data analysis employs fixed effect robustness panel data regression involving 160 observations. The results study showed that the free cash flow significantly positive affects dividends. Furthermore, this study can prove the effect of free cash flow on leverage and then leverage impacts on company's dividend payments. However, the firm's growth was not proven to be influenced by free cash flow and also did not affect dividends so it was not able to play a role in mediating the effect of free cash flow on dividends. This research academically contributes to integrating the key determinants of dividend policy, which have only been studied separately so far. Practically, this study suggests that dividend-oriented investors should consider the availability of free cash flow and the firm's debt ratio.

✉Alamat korespondensi: *pambayun.nastiti@uksw.edu

PENDAHULUAN

Black (1976) mengemukakan bahwa kebijakan dividen menjadi teka-teki dalam keuangan perusahaan karena terdapat sejumlah pertanyaan seperti mengapa perusahaan membayar dividen dan mengapa pemegang saham memperhatikan dividen belum mendapatkan jawaban yang konsisten. Oleh karena itu tidak mengherankan jika kebijakan dividen dan determinannya tetap menjadi pokok pembahasan yang menarik selama beberapa dekade dalam literatur keuangan modern. Selama ini salah satu faktor yang digunakan untuk menjawab mengapa perusahaan membayar dividen berhubungan dengan ketersediaan *free cash flow*.

Setidaknya terdapat tiga teori yang dapat menjelaskan hubungan positif *free cash flow* dengan pembayaran dividen. *Pertama, bird in the hand theory*, adanya ketidaksempurnaan pasar dan ketidakpastian dimasa datang maka investor cenderung memiliki preferensi untuk memilih dividen daripada potensi memperoleh capital gain masa depan Gordon, (1959; Lintner, (1956) maka saat perusahaan memiliki *free cash flow* tinggi maka perusahaan seharusnya membayar dividen yang tinggi daripada digunakan untuk reinvestasi. *Kedua, dividend signaling hypothesis* yang dipelopori Bhattacharya (1979) menyatakan kenaikan pembayaran dapat digunakan untuk mengirim signal ke investor tentang prospek perusahaan kepada. *Ketiga, agency theory* Jensen, (1986) menyatakan bahwa *free cash flow* dapat mendorong perilaku oportunistik manajer dan pembayaran dividen dapat digunakan sebagai instrumen untuk mengurangi perilaku oportunistik manajer sehingga dapat membantu mengatasi masalah keagenan.

Banyak studi sebelumnya yang telah memberikan bukti empirik bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen (Baker et al., 2019; Dewasiri et al., 2019; Kadioglu & Yilmaz, 2017; Mangundap et al., 2018; Yeo, 2018). Meskipun demikian, terdapat sejumlah studi membuktikan hasil yang berbeda. Wiagustini (2009) pada penelitiannya di perusahaan manufaktur Indonesia, menemukan kondisi sebaliknya bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif pada pembayaran dividen. Sementara studi yang lain tidak menemukan kaitan *free cash flow* dengan dividen (Giriati, 2016; Lohonauman & Budiarmo, 2021; Marfo-Yiadom & Agyei, 2011). Perbedaan hasil bisa muncul diduga karena adanya perbedaan metodologi, kebijakan dividen antar negara atau konstruksi hubungan konseptual.

Free cash flow yang merupakan arus kas yang tersedia bagi investor setelah perusahaan membayar beban operasional dan kebutuhan investasi aset tetap Mangundap et al., (2018) kemungkinan memiliki hubungan dengan dividen tidak hanya secara langsung tetapi melalui variabel lain, seperti pertumbuhan perusahaan (*firm growth*). Terdapat berbagai konotasi tentang definisi pertumbuhan perusahaan seperti kemampuan perusahaan

menghasilkan pendapatan, penambahan nilai, dan ekspansi dalam hal volume bisnis (Gupta et al., 2013), peningkatan penjualan (John & Muthusamy, 2010) namun pada studi ini lebih mengarah pada pertumbuhan aset perusahaan. Umrie et al (2019) menyatakan pertumbuhan aset merupakan manifestasi dari kemampuan manajer keuangan untuk mengambil keputusan terkait struktur kekayaan perusahaan. Oleh karena itu pertumbuhan aset perusahaan telah menjadi salah satu tolok ukur yang penting untuk mengukur keberhasilan perusahaan (Akinleye et al., 2018)

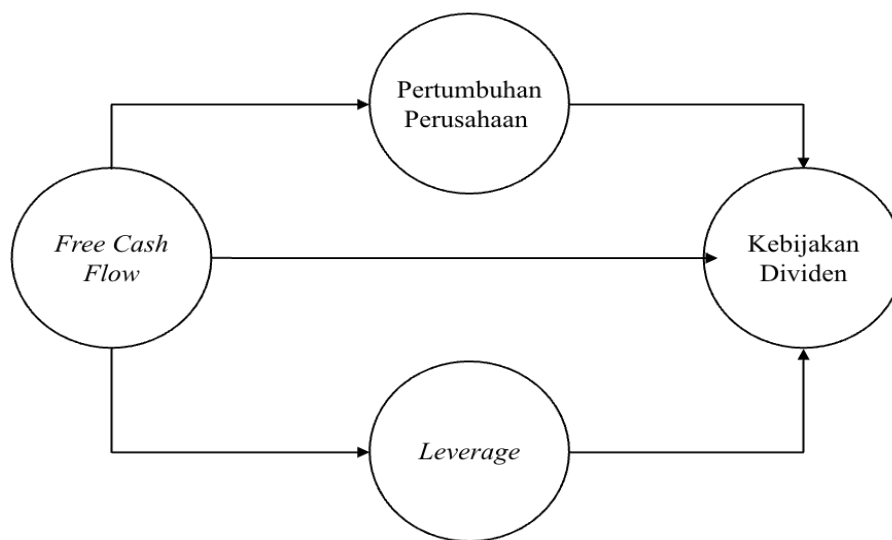
Free cash flow dapat dimaknai sebagai arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor dan kreditor setelah semua kebutuhan dipenuhi untuk mempertahankan operasional perusahaan (Brigham & Houston, 2016). Selain itu, juga sebagai arus kas diskresioner yang dimiliki oleh suatu perusahaan yang dapat untuk menambah investasi, menutupi utang, membeli saham *treasury*, atau meningkatkan likuiditas (Weygandt, et al., 2015). Oleh karena itu tidak ada kemungkinan jika perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi manajernya akan cenderung terpacu untuk meningkatkan investasi aset (Manelli et al., 2022). Hal ini juga sejalan pandangan *pecking order theory* (Myers & Majluf, 1984) yang mendalilkan bahwa perusahaan lebih suka menggunakan *free cash flow* yang merupakan sumber pendanaan internal untuk membiayai bisnis mereka karena biaya modalnya paling murah, dibandingkan pendanaan eksternal.

Pertumbuhan aset dapat memberi indikasi perusahaan semakin tumbuh dan berkembang sehingga diharapkan memiliki kemampuan membayar dividen semakin tinggi. Beberapa studi memang menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen (Susanto et al., 2013; Umrie et al., 2019). Meskipun demikian terdapat argumentasi perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan tinggi akan membutuhkan banyak pendanaan untuk kegiatan investasi maka akan menggunakan lebih besar pendanaan internal dan membatasi pembayaran dividennya (Rozeff, 1982; Wahjudi, 2020). Argumentasi tersebut didukung dari hasil studi sebelumnya yang menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki efek negatif terhadap pembayaran dividen (Mahfiroh & Ermalina, 2021; Astika & Kirana, 2020; Chen & Dhiensiri, 2009)

Free cash flow sebagai salah satu sumber masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (Rahman & Mohd-Saleh, 2008). Manajer selain memiliki kecenderungan menggunakan *free cash flow* untuk memperluas skala perusahaan, juga melakukan investasi yang buruk sehingga menurunkan nilai perusahaan (Manelli et al., 2022) dan menggunakan untuk kepentingan lainya bertujuan untuk menguntungkan diri mereka sendiri (Jensen, 1986). Untuk mencegah potensi perilaku oportunistik manajer tersebut antara lain menggunakan *free cash flow* untuk menurunkan *leverage* perusahaan. Dengan demikian perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar akan cenderung menggunakannya untuk membayar hutang. Namun masih terbatas studi yang membuktikan adanya pengaruh negatif *free cash flow* terhadap *leverage* (Bukit et al., 2021), kebanyakan studi

sebelumnya lebih banyak memberikan perhatian langsung pengaruh langsung *free cash flow* terhadap dividen atau pengaruh langsung *leverage* terhadap. Penelitian sebelumnya menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen (Afza & Mirza, 2011; Dewi, 2008; John & Muthusamy, 2010; Lopolusi, 2013; Puspita, 2009; Sunarya, 2013). Jika *leverage* suatu perusahaan rendah, maka keuntungan perusahaan akan digunakan lebih banyak untuk pembayaran dividen (Lutfiana & Riduwan, 2018; Singla & Samanta, 2018). Dengan demikian patut diduga perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi akan mengambil kebijakan untuk mengurangi *leverage*-nya dan pada gilirannya perusahaan akan mampu meningkatkan dividennya yang menjadi salah satu sumber kekayaan pemegang saham.

Berdasarkan uraian diatas, studi ini berusaha menganalisis nexus atau keterkaitan *free cash flow* dengan kebijakan dividen dengan melibatkan pertumbuhan perusahaan dan *leverage* yang bertindak sebagai variabel mediasi. Melalui kerangka pemikiran teoritis (Gambar 1) diharapkan mendapatkan penjelasan yang lebih utuh tentang rangkaian determinan kebijakan dividen.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran Teoritis

Secara spesifik, studi ini mengangkat tiga persoalan penelitian; (a) apakah terdapat pengaruh langsung *free cash flow* terhadap dividen dan (b) apakah terdapat pengaruh tidak langsung *free cash flow* terhadap dividen melalui pertumbuhan perusahaan (c) apakah terdapat pengaruh tidak langsung *free cash flow* terhadap dividen melalui *leverage*. Terlepas kebijakan dividen masih menjadi isu kontroversial dalam keuangan perusahaan, secara akademik berkontribusi mengintegrasikan variabel-variabel kunci determinan kebijakan dividen yang selama ini hanya diteliti secara parsial. Secara praktis studi diharapkan dapat memberi input kepada investor yang mempertimbangkan dividen dalam keputusan transaksi saham.

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) selama lima tahun yaitu periode 2016-2020. Teknik penarikan sampel menggunakan *purposive sampling* karena didasarkan pada kriteria tertentu seperti yang disajikan pada tabel 1.

Tabel 1. Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Populasi: Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	193
Pengambilan sampel berdasarkan kriteria (<i>purposive sampling</i>):	
1. Perusahaan yang tidak terdaftar di BEI secara berturut-turut selama periode 2016-2020	(38)
2. Perusahaan yang tidak terus melaporkan laporan keuangan selama periode 2016-2020	(30)
3. Perusahaan yang tidak mendapatkan laba berturut-turut selama periode 2016-2020	(60)
4. Perusahaan yang tidak terus membagikan dividen selama periode 2016-2020	(33)
Sampel penelitian	32
Total Observasi	160

Pada studi ini variabel dependen adalah kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR). Sedangkan yang menjadi variabel independen adalah *free cash flow* (FCF). Selanjutnya terdapat dua variabel yang berperan sebagai mediasi yaitu pertumbuhan perusahaan (GRO) dan *leverage*. Studi ini juga melibatkan beberapa variabel kontrol meliputi *firm Size* (SIZE), *Firm age* (AGE), likuiditas (CR) dan *life cycle* perusahaan (LC). Pengukuran masing-masing perusahaan disajikan pada tabel 2.

Tabel 2. Pengukuran Variabel

Variabel	Definisi	Pengukuran
<i>Dividen Payout Ratio</i> (DPR)	Rasio antara dividen per saham dan laba per saham (Stice et al., 2005)	$DPR = \frac{\text{dividend per share}}{\text{earning per share}} \times 100\%$
<i>Free cash flow</i> (FCF)	Arus kas yang tersisa setelah perusahaan membayar beban operasional dan kebutuhan investasinya (Mangundap et al., 2018)	$FCF = \frac{\text{Cash Flow Operation} - \text{Capital Expenditure}}{\text{Total Assets}}$
Pertumbuhan perusahaan (GRO)	Pertumbuhan tahunan total aset (Naceur et al., 2006)	$GRO = \frac{\text{Annual Total Asset}_t - \text{Annual Total Asset}_{t-1}}{\text{Annual Total Asset}_{t-1}}$

<i>Leverage</i> (LEV)		Rasio yang menggambarkan total hutang terhadap total ekuitas (Wahjudi, 2020)	$DER = \frac{Total Liabilities}{Total Shareholder's Equity} \times 100\%$
<i>Firm</i> (SIZE)	<i>size</i>	Merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan yang diukur menggunakan <i>logaritma natural</i> dari total aset (Khalid & Rehman, 2015)	$SIZE = Ln (Total Asset)$
<i>Firm</i> (AGE)	<i>age</i>	Usia perusahaan yang ditunjukkan oleh jumlah tahun sejak perusahaan berdiri sampai perusahaan telah mampu menjalankan aktivitas operasionalnya.	AGE = Tahun dari perusahaan berdiri sampai tahun studi penelitian
Likuiditas (CR)		Membandingkan aset lancar dengan kewajiban lancar	$CR = \frac{Aktiva Lancar}{Hutang Lancar}$
Siklus Hidup Perusahaan (LC)		Merupakan perbandingan antara <i>retained earnings</i> dengan <i>common equity</i> (Hansen & Mowen, 2011).	$LC = \frac{Retained Earning}{Total Equity} \times 100\%$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari 32 perusahaan di Indonesia selama periode 2016 hingga 2020, dengan total 160 *balanced* data panel. Tabel 3 memberikan gambaran data dengan melihat pada rata-rata, standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum.

Tabel 3. Statistik Deskriptif

Variables	Mean	Std Dev	Min	Max
DPR	0,342	0,259	0,001	0,993
FCF	0,081	0,107	-0,092	0,474
LEV	0,686	0,547	0,083	2,683
GRO	0,129	0,262	-0,608	2,040
AGE	41,844	14,082	7,000	91,000
SIZE	29,524	1,839	26,319	33,495
LC	0,605	0,252	0,419	1,207
CR	4,392	16,404	0,680	208,445
Observations	N = 160, n = 32, T = 5			

Sumber : data sekunder yang diolah dengan STATA 14, 2022

Dengan rata-rata rasio *free cash flow* sebesar 0,081, rata-rata perusahaan Indonesia dapat bertumbuh rata-rata sekitar 12,9%. Meskipun tingkat hutang perusahaan di Indonesia lebih dari separuh proporsi modal sendiri dengan rata-rata *debt to equity ratio* sebesar 68,6% namun perusahaan-perusahaan di Indonesia masih dapat membagikan rata-rata dividen dengan *payout ratio* sebesar 34,2%.

Tabel 4. Uji Asumsi Klasik

Asumsi	Uji	Kriteria	Hasil
Normalitas	Jarque-Bera Test	pvalue = 0,1691 > 0,05	Terpenuhi
Non - Multikolinearitas	Varian	VIF FCF = 1,28	Terpenuhi
	Inflation	VIF GRO = 1,06	
	Factor	VIF LEV = 1,28	
		VIF AGE = 1,37 < 5	
		VIF SIZE = 1,27	
		VIF LC = 1,26	
		VIF CR = 1,05	
Non - Heteroskedastisitas	White's Test	pvalue = 0,2168 > 0,05	Terpenuhi

Sumber : data sekunder yang diolah dengan STATA 14, 2022

Uji asumsi klasik dilakukan terlebih dulu sebelum pengujian hipotesis digunakan regresi data panel. Hasil uji asumsi klasik disajikan pada tabel 4. Uji normalitas menggunakan uji Jarque-Bera menunjukkan bahwa data dalam penelitian ini sudah berdistribusi normal (pvalue > 0,05). Data dalam penelitian ini juga tidak mengalami masalah multikolinearitas (VIF < 5). Hasil uji heteroskedastisitas menggunakan uji White menunjukkan data tidak mengalami masalah heteroskedastisitas.

Tabel 5. Uji Estimasi Model Regresi Data Panel

Uji	Kriteria	Mode Estimasi
Chow	pvalue = 0,000 < 0,05	Fixed Effect
Hausman	pvalue = 0,000 < 0,05	Fixed Effect

Sumber : data sekunder yang diolah dengan STATA 14, 2022

Untuk menentukan metode estimasi data panel yang tepat, perlu dilakukan beberapa uji terlebih dulu. Uji Chow dilakukan untuk menentukan model estimasi data panel lebih tepat menggunakan *pooled regression* atau *fixed effect*. Selanjutnya dapat dilakukan uji Hausman (*fixed effect vs random effect model*) jika hasil uji Chow menunjukkan model estimasi yang tepat adalah *fixed effect* dan jika sebaliknya, dapat dilanjutkan dengan uji Lagrange Multiplier (*pooled effect vs random effect model*) untuk mengkonfirmasi hasil tes sebelumnya. Hasil uji chow dan hausman pada tabel 5 menunjukkan bahwa model regresi lebih tepat jika diestimasi menggunakan *fixed effect model* (pvalue < 0,05). Dengan demikian selanjutnya akan digunakan hasil regresi data panel dengan *fixed effect model*.

Tabel 6. Hasil Regresi Data Panel

Model	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4		Model 5	
Variables	FCF-DPR		FCF-GRO		FCF-GRO-DPR		FCF-LEV		FCF-LEV-DPR	
Fixed Effect Model										
	β	t	β	t	β	t	β	t	β	t
FCF	1,063***	5,54	-0,182	-0,86	1,045***	5,45	-1,195***	-2,97	0,901***	4,75
GRO					-0,103	-1,41				
LEV									-0,136***	-3,69
AGE	-0,724	-0,49	-0,318**	-1,94	-0,105	-0,70	0,932***	2,99	0,546	0,37
SIZE	0,715	0,67	0,138	1,17	0,858	0,80	0,102***	4,55	0,210*	1,92
LC	0,746	0,90	-0,105	-0,11	0,736	0,89	-0,199	-1,15	0,475	0,59
CR	0,871	0,08	-0,597	-0,47	0,255	0,02	-0,301	-1,24	-0,325	-0,29
F - Test	7,94***		6,72***		7,00***		8,46***		9,43***	
Fixed Effect Robustness Model										
	β	t	β	t	β	t	β	t	β	t
FCF	1,063***	4,77	-0,182	-0,65	1,045***	4,71	-1,195**	-2,47	0,900***	4,09
GRO					-0,103	-1,57				
LEV									-0,136***	-3,96
AGE	-0,724	-0,52	-0,318	-0,88	-0,105	-0,72	0,932***	2,99	0,546	0,39
SIZE	0,715	0,67	0,138	0,95	0,858	0,79	0,102***	6,23	0,210*	1,80
LC	0,746	0,74	-0,105	-0,16	0,736	0,73	-0,199	-1,44	0,475	0,49
CR	0,871	0,34	-0,597***	-2,76	0,255	0,10	-0,301*	-1,84	-0,325	-1,57
F - Test	7,29***		6,25***		7,27***		12,97***		9,93***	
R-Square	0,205		0,053		0,215		0,215		0,269	
Hasil	Signifikan		Tidak signifikan		Tidak signifikan		Signifikan		Signifikan	

Catatan : *signifikan pada 10%, ** significant pada 5%, *** signifikan pada 1%

Sumber : data sekunder yang diolah dengan STATA 14, 2022

Tabel 6 menunjukkan hasil regresi data panel menggunakan *fixed effect* model. Guna kepentingan *robustness*, hasil regresi dalam penelitian ini juga menggunakan hasil regresi data panel *fixed effect robustness* model. Hasil regresi pada model 1, diketahui bahwa *free cash flow* terbukti secara signifikan berpengaruh positif terhadap dividen ($pvalue < 0,01$). Dengan kata lain, semakin tinggi arus kas tersedia setelah membayar beban-beban tetap yang dihasilkan perusahaan akan meningkatkan jumlah dividen yang dapat dibayar oleh perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Baker et al (2019) & Yeo (2018).

Di sisi lain, penelitian gagal membuktikan adanya pengaruh *free cash flow* terhadap pertumbuhan perusahaan (model 2) dan juga tidak terbukti pertumbuhan perusahaan berdampak signifikan pada dividen (model 3). Arah pengaruh negatif *free cash flow* terhadap pertumbuhan perusahaan mengindikasikan semakin tinggi *free cash flow* yang dihasilkan tidak selalu mendorong perusahaan untuk meningkatkan investasi aset sebagai bentuk pertumbuhan perusahaan (Manelli et al., 2022). Teori *free cash flow* (Baker et al., 2019) juga menjelaskan jika peningkatan *free cash flow* lebih baik digunakan untuk membayar dividen daripada di investasikan pada proyek-proyek yang belum tentu menguntungkan. Penggunaan *free cash flow* untuk kegiatan investasi justru dapat membatasi perusahaan dalam pembayaran dividen (Wahjudi, 2020). Hal ini juga menjelaskan hasil uji mediasi dengan uji sobel dan analisis jalur yang disajikan pada tabel 7. Hasil uji mediasi membuktikan bahwa tidak secara signifikan memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap dividen.

Tabel 7. Uji Mediasi

Uji Mediasi	Model Regresi Mediasi			
	FCF-LEV-DIV		FCF-GRW-DIV	
Uji Sobel	Nilai Statistik	Kesimpulan	Nilai Statistik	Kesimpulan
Sobel	2,314**	Ada Mediasi	0,735	Tidak Ada Mediasi
Aroian	2,264**	Ada Mediasi	0,630	Tidak Ada Mediasi
Goodman	2,367**	Ada Mediasi	0,923	Tidak Ada Mediasi
Analisis Jalur	Koefisien	Kesimpulan	Koefisien	Kesimpulan
a	-1,195***	Signifikan	-0,182	Tidak Signifikan
b	-0,136***	Signifikan	-0,103	Tidak Signifikan
Indirect effect axb	0,163**	Ada Mediasi	0,019	Tidak Ada Mediasi
Direct effect c'	0,901****	Signifikan	1,045	Signifikan
Total effect c	1,064***	Signifikan	1,064	Signifikan

Catatan : *signifikan pada 10%, ** significant pada 5%, *** signifikan pada 1%

Sumber : data sekunder yang diolah dengan STATA 14, 2022

Selain berpengaruh pada dividen, model 4 menunjukkan bahwa *free cash flow* juga terbukti berpengaruh signifikan secara negatif pada *leverage* perusahaan ($pvalue < 0,05$). Selain dapat mencegah perilaku oportunistik manajer, *pecking order theory* juga menjelaskan bahwa

pendanaan internal lebih dipilih daripada pendanaan eksternal karena biaya modalnya lebih murah (Myers & Majluf, 1984). Dengan demikian, dapat dijelaskan bahwa peningkatan ketersediaan *free cash flow* akan cenderung digunakan untuk mengurangi penggunaan hutang. Ini sejalan dengan penelitian Bukit et al (2021) yang membuktikan hal serupa.

Sementara model 5 membuktikan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan secara negatif terhadap dividen ($p\text{-value} < 0,01$). Hal ini sejalan dengan penelitian Lutfiana & Riduwan (2018) dan (Singla & Samanta, 2018). Semakin rendah *leverage* perusahaan, dapat berimplikasi pada penggunaan keuntungan untuk meningkatkan pembayaran dividen. Lebih lanjut, Tabel 7 yang menunjukkan hasil uji mediasi dengan sobel dan analisis jalur membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap dividen melalui *leverage*. Hal ini menjelaskan bahwa perusahaan yang dapat menghasilkan *free cash flow* tinggi akan cenderung mengurangi penggunaan *leverage*, lebih lanjut perusahaan dengan *leverage* rendah cenderung akan lebih mampu membayar dividen yang lebih tinggi.

PENUTUP

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa bahwa *free cash flow* terbukti secara signifikan berpengaruh positif terhadap dividen. Semakin tinggi *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, dapat meningkatkan nilai dividen yang dapat dibayar oleh perusahaan. Meskipun penelitian ini tidak membuktikan pertumbuhan perusahaan dipengaruhi oleh *free cash flow* dan mempengaruhi pembayaran dividen, sehingga pertumbuhan perusahaan tidak mampu bertindak sebagai mediasi namun penelitian ini mampu membuktikan adanya peran mediasi *leverage*. Pengaruh *free cash flow* terhadap *leverage* dilanjutkan dengan *leverage* berimplikasi pada pembayaran dividen. Kemampuan perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang tinggi akan cenderung mengurangi penggunaan *leverage*, selanjutnya perusahaan yang memiliki *leverage* rendah berpotensi membayar dividen yang lebih tinggi kepada para pemegang sahamnya. Penelitian ini secara akademis berkontribusi dalam mengintegrasikan *free cash flow*, *leverage* dan kebijakan dividen yang selama ini hanya diteliti secara terpisah. Secara praktis, studi ini dapat memberi gambaran bahwa *free cash flow* dan *leverage* perusahaan dapat menjadi pertimbangan bagi investor jika besaran dividen dijadikan orientasi dalam pengambilan keputusan transaksi saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T., & Mirza, H. H. (2011). Do Mature Companies Pay More Dividends? Evidence from Pakistani Stock Market. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 2(2), 152–161.
- Akinleye, G. T., Olarewaju, O. M., & Fajuyagbe, K. S. (2018). Free Cash Flow and Firms' Growth: An Empirical Investigation of Nigerian Quoted Non - Financial Firms. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 10(3(J)), 258–267. <https://doi.org/10.22610/jeps.v10i3.2332>

- Astika, I. B. P., & Kirana, I. A. P. (2020). The Influence of Company Growth in Dividend Policy with Company Risk as Moderator. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, 4(7), 111–116. www.ajhssr.com
- Baker, H. K., Dewasiri, N. J., Koralalage, W. B. Y., & Azeez, A. A. (2019). Dividend Policy Determinants Of Sri Lankan Firms: A Triangulation Approach. *Managerial Finance*, 45(1), 2–20. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2018-0096>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “the Bird in the Hand” Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Black. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8. <https://doi.org/https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>
- Brigham, E. F. dan J. F. Houston. 2016. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Edisi 14. Buku 1. Terjemahan N. I. Sallama dan F. Kusumastuti. Salemba Empat. Jakarta.
- Bukit, R. Br., Mulyani, S., Nasution, F. N., & Chinomona, R. (2021). Free Cash Flow, Investment, Capital Structure and Firm Value. *In Proceedings of the 2nd Economics and Business International Conference - Economics and Business in Industrial Revolution 4.0*, 122–126. <https://doi.org/10.5220/0009200001220126>
- Chen, J., & Dhiensiri, N. (2009). Determinants of dividend policy: the evidence from New Zealand. *International Research Journal of Finance and Economics*, 34(34), 18–28.
- Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kurupparachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants Of Dividend Policy: Evidence From An Emerging And Developing Market. *Managerial Finance*, 45(3), 413–429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>
- Dewi, S. C. (2008). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 10(1), 47–58.
- Giriati. (2016). Free Cash Flow, Dividend Policy, Investment Opportunity Set, Opportunistic Behavior and Firm’s Value. *Elsevier*, 219, 248–254. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.013>
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105.
- Gupta, P. D., Guha, S., & Krishnaswami, S. S. (2013). Firm growth and Its Determinants. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 2(1), 15. <https://doi.org/10.1186/2192-5372-2-15>
- Hansen, D. R., & Mowen, M. M. (2011). *Akuntansi Manajerial*. Salemba Empat.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329. <http://papers.ssrn.com/abstract=99580>.
- John, S. F., & Muthusamy, K. (2010). Leverage, Growth and Profitability as Determinants of Dividend Payout Ratio-Evidence from Indian Paper Industry. *Asian Journal of Business Management Studies*, 1(1), 26–30.

- Kadioglu, E., & Yilmaz, E. A. (2017). Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey? *Borsa Istanbul Review*, 17(2), 111–116. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.12.001>
- Khalid, S., & Rehman, M. U. (2015). Determination of Factors effecting the Dividend policy of Organizations. *International Journal of Information, Business and Managemet*, 7(3), 320–334.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *Papers and Proceedings of the Sixty-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association*, 97–113.
- Lohonauman, H., & Budiarmo, N. S. (2021). The Effect of Free Cashflow and Profitability on Dividen Payout Ratio (Case of LQ-45 Indexed Firms in Indonesia Stock Exchange For Period 2011-2018). *Journal Accountability*, 10(1), 1–6. <https://doi.org/10.32400/ja.32071.10.1.2021.1-6>
- Lopolusi, I. (2013). Analisa Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1), 1–18.
- Lutfiana, F. B., & Riduwan, A. (2018). Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 7(10), 1–17.
- Mahfiroh, S., & Ermalina. (2021). Asset Growth, Leverage Dan Return On Equity Sebagai Faktor Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Indeks Lq45 Tahun 2014-2018. *Jurnal Ilmu Manajemen Dan Akuntansi*, 9(1), 51–56.
- Manelli, A., Pace, R., & Leone, M. (2022). Leverage, Growth Opportunities, and Credit Risk: Evidence from Italian Innovative SMEs. *Risks*, 10(4), 74. <https://doi.org/10.3390/risks10040074>
- Mangundap, S., Ilat, V., & Pusung, R. (2018). Pengaruh Leverage Dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Indeks LQ45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun (2012-2016). *Jurnal Riset Akuntansi Going Concern*, 13(2), 569–577. <https://doi.org/https://doi.org/10.32400/gc.13.02.19844.2018>
- Marfo-Yiadom, E., & Agyei, S. (2011). Determinants of Dividend Policy of Banks in Ghana. *International Research Journal of Finance and Economics*, 61, 99–108. <https://www.researchgate.net/publication/287243642>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Naceur, S. Ben, Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*, 6(1–2), 1–23. <https://doi.org/10.2139/ssrn.889330>
- Puspita, F. (2009). *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio*. Universitas Diponegoro.
- Rahman, A. F., & Mohd-Saleh, N. (2008). The Effect of Free Cash Flow Agency Problem on the Value Relevance of Earnings and Book Value. *Journal of Financial Reporting*

and *Accounting*, 6(1), 75–90.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1108/19852510880000636>

- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta And Agency Costs As Determinants Of Dividend Payout Ratios. *Journal Of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Singla, H. K., & Samanta, P. K. (2018). Determinants of dividend payout of construction companies: a panel data analysis. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24(1), 19–38. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-06-2018-0030>
- Stice, J. D., Stice, E. K., & K. Fred, S. (2005). *Intermediate Accounting* (15th ed.). Thomson.
- Sunarya, D. H. (2013). Pengaruh Kebijakan Utang, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen dengan Size Sebagai Variabel Moderasi Pada Sektor Mufaktur Periode 2008-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1), 1–19.
- Susanto, L., Susanti, M., Sufiyati, & Sriwahyuni. (2013). Pengaruh Liquidity, Profitability, Leverage, Size, Collateral Assets, Growth, Dan Institutional Ownership Terhadap Dividend Policy Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei. *Jurnal Akuntansi*, 17(1), 149–162.
- Umrie, R. H., Bakar, S. W., & Bakri, S. (2019). Asset Growth, Investment Opportunity Set, Free Cash Flow as Determination of Dividend Payment Probability for Manufacturing Companies in Indonesia. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 142, 350–355.
- Wahjudi, E. (2020). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4–17. <https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>
- Weygandt, J. J., Kimmel, P. D., & Kieso, D. E. (2015). *Accounting Principles*. New Jersey: Wiley.
- Wiagustini, N. L. P. (2009). Investment Opportunity, Institutional Ownership, Cash Flow, Company Life Cycle Terhadap Kebijakan Dividen Dan Return Saham. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 13(3), 373–385. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v13i3.1086>
- Yeo, H. J. (2018). Role Of Free Cash Flows In Making Investment And Dividend Decisions: The Case Of The Shipping Industry. *Asian Journal of Shipping and Logistics*, 34(2), 113–118. <https://doi.org/10.1016/j.ajsl.2018.06.007>