

DETERMINAN KEBIJAKAN DIVIDEN: STUDI PERUSAHAAN LQ45 DI BEI

Pradana Jati Kusuma

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Dian Nuswantoro
Corresponding Email: pradana.kusuma@dsn.dinus.ac.id

Haunan Damar

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Dian Nuswantoro
Email: haunan.damar@dsn.dinus.ac.id

Foza Hadyu Hasanatina

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Dian Nuswantoro
Email: foza.hadyu@dsn.dinus.ac.id

Abstrak

Pandemi virus Covid-19 yang terjadi pada tahun 2020 membuat perekonomian terpuruk tak terkecuali untuk perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 yang dianggap memiliki likuiditas yang baik. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi perilaku kebijakan dividen pada perusahaan LQ45 ditengah kondisi ketidakpastian ekonomi pada saat itu. Menggunakan teknik purposive sampling dalam pemilihan sampel sehingga diperoleh 11 perusahaan sampel yang sesuai. Proses analisis data dilakukan dengan metode kuantitatif menggunakan regresi data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa debt ratio, firm size, dan exchange rate berpengaruh signifikan, sedangkan cash flow dan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap dividend payout ratio. Hal ini menunjukkan bahwa beberapa perusahaan memilih mengalokasikan laba untuk usaha berkelanjutan mulai dari efisiensi hingga restrukturisasi modal pada saat pandemi yang ditunjukkan dari pengurangan porsi rasio pembayaran dividen.

Kata kunci: kebijakan dividen; payout ratio; pandemi; LQ45

Abstract

The Covid-19 virus pandemic that occurred in 2020 brought the economy down, including companies included in the LQ45 index which are considered to have good liquidity. This study aims to identify the factors that influence the behaviour of dividend policy in LQ45 companies amid conditions of economic uncertainty at that time. Using a purposive sampling technique in selecting the sample to obtain 11 appropriate sample companies. The data analysis process was carried out using quantitative methods using panel data regression. The results showed that the debt ratio, firm size, and the exchange rate had a significant effect, while cash flow and profitability had no significant effect on the dividend payout ratio. This shows that several companies chose to allocate profits for sustainable businesses ranging from efficiency to capital restructuring during the pandemic as shown by the reduction in the portion of the dividend payout ratio.

Keywords: dividend policy; payout ratio; pandemic; LQ45

PENDAHULUAN

Pertumbuhan dividen lebih sulit diprediksi daripada pengembalian dari penjualan saham karena menyangkut hasil kinerja suatu perusahaan. Kurangnya kemampuan untuk memprediksi pertumbuhan dividen telah menimbulkan spekulasi bahwa perusahaan dengan likuiditas yang baik dan

aset yang besar adalah salah satu cara untuk memprediksinya. Faktor kebijakan dividen pada perusahaan biasanya dipengaruhi oleh faktor keuangan dan kebijakan pemerintah (Booth & Zhou, 2017; Hussain & Akbar, 2022). Dalam praktik bisnis, muncul permasalahan baru terkait dengan kondisi lingkungan, sosial, dan global. Selama dua tahun terakhir, kondisi perekonomian global yang tidak menentu akibat pandemi Covid-19 menyebabkan banyak perusahaan mengubah strategi bisnis untuk menghadapi kondisi yang tidak pasti. Hal itu tercermin dari kondisi pertumbuhan IHSG atau indeks harga saham gabungan tahun 2020 sebesar 4.194,94 basis poin, yang merupakan level terendah dalam lima tahun terakhir. IHSG dijadikan tolak ukur perekonomian karena berkaitan dengan investasi yang ada di Indonesia. Beberapa perusahaan juga memutuskan untuk menurunkan porsi dan bahkan tidak membayarkan dividen pada tahun tersebut, padahal membayarkan pada tahun sebelumnya. Inilah yang mendasari untuk meneliti keterkaitan kondisi pandemi dengan pembayaran dividen perusahaan.

Penelitian memfokuskan untuk mengidentifikasi pada permasalahan penurunan rasio pembayaran dividen pada perusahaan LQ45 serta kemungkinan dividen yang tidak terbayarkan pada saat pandemi. Selain itu menganalisis kondisi perusahaan berdasarkan rasio keuangan dan dampak kondisi makroekonomi terhadap perusahaan secara langsung. Sehingga akan diuraikan bagaimana implikasi, dan strategi, dan kondisi pada saat pandemic serta strategi yang akan digunakan oleh perusahaan dalam menghadapi pandemi covid-19.

KAJIAN TEORI

Setiap perusahaan pada umumnya menginginkan Nilai Perusahaan yang tinggi, karena nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham yang tinggi. Nilai perusahaan menggambarkan kinerja perusahaan yang dapat mempengaruhi pandangan investor terhadap perusahaan (Arifianto & Chabachib, 2016; Erfiana & Ardiansari, 2016). Seperti diketahui, karakteristik investor saham ada dua, yaitu teknikal dan fundamentalis. Dividen sangat dekat dengan tipe investor fundamentalis karena mereka berinvestasi berdasarkan kondisi kinerja keuangan suatu perusahaan. Investor cenderung berinvestasi pada perusahaan besar dalam portofolionya karena dianggap memiliki return yang tinggi. Namun, *dividend payout ratio* tidak hanya dipengaruhi oleh faktor internal tetapi juga faktor eksternal perusahaan. Menurut Dewasiri *et al.* (2019) mengidentifikasi bahwa profitabilitas, arus kas bebas, pendapatan, tata kelola, dan pengaruh industri merupakan faktor penentu bagi perusahaan untuk membayar dividen secara teratur. Sedangkan menurut Fajaria & Isnalita (2018), likuiditas perusahaan merupakan prediktor pembayaran dividen yang paling konsisten selain ukuran perusahaan, karena karakteristik masing-masing negara akan berbeda satu sama lain. Likuiditas mempengaruhi efektivitas perusahaan dalam mengubah arus kas menjadi laba. Berdasarkan beberapa penelitian di atas, peneliti ingin mengkaji beberapa faktor lain yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan di Indonesia khususnya pada perusahaan yang tergabung

dalam indeks LQ45 dan faktor tersebut dengan memperhatikan beberapa faktor ekonomi makro.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dan deskriptif untuk menjawab tujuan. Metode penelitian kuantitatif adalah pendekatan berbasis positivistik yang diukur dengan menggunakan data statistik, sedangkan deskriptif menggambarkan kondisi pada saat penelitian dilakukan. Metode kuantitatif menggunakan analisis regresi data panel dengan jenis data berupa data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan terpilih dalam penelitian ini yang telah diolah. Observasi dipilih dari tahun 2016 hingga 2021 karena terdapat keseimbangan antara kondisi perusahaan sebelum dan sesudah pemulihan ekonomi di tengah pandemi Covid-19. Pemilihan perusahaan menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ45 periode 2016-2021 dan membayar dividen pada periode tersebut. Penelitian ini mengecualikan beberapa saham teknologi yang baru saja masuk indeks LQ45, menyesuaikan kebijakan baru Bursa Efek Indonesia sehingga tidak termasuk dalam *sampling* yang digunakan dan didominasi oleh perusahaan perbankan dan manufaktur. Tahun fiskal laporan keuangan perusahaan berakhir pada bulan Desember. Teknik pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan metode data panel. Data panel merupakan gabungan dari data *cross-section* dan *time series*, dimana data tersebut digabungkan agar jumlah observasi menjadi lebih besar (Iqbal, 2015). Terdapat beberapa pengujian dalam pemilihan model yaitu menggunakan uji Hausman, uji Chow, dan uji Lagrange Multiplier (LM) dengan membandingkan tiga pendekatan umum yang diterapkan pada data panel yaitu model *common effect*, model *fix effect*, dan model *random effect*. Setelah mendapatkan model yang sesuai, validitas dan reliabilitas data diuji dengan menggunakan uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, uji normalitas, dan uji autokorelasi. Sehingga data yang digunakan dianggap mampu menggambarkan kondisi dan dapat diuji kebenarannya.

Berikut adalah model yang digunakan dalam penelitian ini.

$$Payout_{it} = \alpha_i + \beta_1 roe_{it} + \beta_2 der_{it} + \beta_3 fcf_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 kurs_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\beta_1 > 0; \beta_2 < 0; \beta_3 > 0; \beta_4 > 0; \beta_5 > 0$$

Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan metode data panel yang menggabungkan data cross section dan time series, dimana data tersebut digabungkan sehingga jumlah observasi menjadi lebih banyak.

Pengujian Validitas dan Reliabilitas Data

Uji Multikolinearitas: Pengujian multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui korelasi antar variabel independen sehingga tidak ada variabel independen yang memiliki hubungan linier atau sempurna. Salah satu cara untuk mengetahui apakah suatu model regresi berganda memiliki indikasi

multikolinearitas adalah dengan melihat nilai koefisien korelasi antara masing-masing variabel bebas yang tidak boleh lebih dari 0,8 (Gujarati, 2022).

Uji Heteroskedastisitas: Pengujian heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui efisiensi dan akurasi model regresi berganda, sehingga dapat mencegah terjadinya gangguan model selama pengujian. Pada hasil uji heteroskedastisitas dengan pembobotan nilai residual sum square dapat disimpulkan bahwa model pada penelitian ini tidak memiliki masalah heteroskedastisitas. Hal ini ditunjukkan dengan nilai sum square reid weighted < sum square reid unweighted ($0.959426 < 1.432511$).

Uji Normalitas: Uji normalitas data bertujuan untuk melihat sebaran dan persebaran data pada masing-masing variabel dalam model regresi berganda. Untuk mengetahui normalitas data pada model regresi berganda dilakukan pengamatan dengan membandingkan nilai standard error (α) dengan nilai probabilitas (p-value) Jarque-Bera. Pada penelitian ini nilai standard error diasumsikan sebesar 5%. Dalam pengamatan nilai probabilitas (p-value) menunjukkan nilai 0,179466 atau lebih besar dari 0,05 (standar error = 5%). Artinya model ini menunjukkan data yang berdistribusi normal.

Uji Autokorelasi: Uji autokorelasi bertujuan untuk melihat pengaruh data saat ini terhadap data sebelumnya dengan melalui proses observasi data. Metode pengujian autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji Durbin-Watson (DW). Berdasarkan pengamatan diperoleh nilai DW sebesar 1.945822 untuk $N = 114$ dan $k = 5$ dengan standard error 5%, sehingga diperoleh nilai dL, dU, dan 4-dL sebagai berikut: 1.62268, 1.76768, 2.37732. Jika dihitung nilai DW antara dU dan 4-dL diperoleh hasil $1,76768 < 1,96569 < 2,37732$ sehingga memenuhi kriteria tahap selanjutnya karena tidak ditemukan adanya autokorelasi pada model.

Pengujian parsial (uji-t) digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan menganggap semua nilai variabel lain dianggap konstan. Pada taraf signifikansi 95%, berdasarkan hasil pengolahan data diketahui bahwa variabel DER, SIZE, RATE berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen, sedangkan variabel independen lainnya tidak berpengaruh signifikan.

Pengujian secara simultan (uji-f) bertujuan untuk mempengaruhi variabel independen dan dependen secara bersamaan. Pada taraf signifikansi 95%, berdasarkan hasil pengolahan data nilai probabilitas F statistic sebesar 0,00000 atau lebih kecil dari nilai standard error yang ditentukan (5%), dapat disimpulkan bahwa masing-masing variabel dalam model memiliki efek secara bersamaan.

Tabel 1. Hasil Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	18,444739	(18.90)	0,0000
Cross-section Chi-square	176,153736	18	0,0000
Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0,000000	5	1,0000
* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.			
Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	128,3581 (0,0000)	1,224626 (0,2685)	129,5827 (0,0000)
Honda	11,32952 (0,0000)	-1,106628 --	7,228678 (0,0000)

Sumber: Eviews 10 (diolah)

Tabel 2. Hasil pengolahan data panel menggunakan model FEM

Dependent Variable: DPR				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 01/26/23 Time: 12:20				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 19				
Total panel (balanced) observations: 114				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4,06978	1,78370	-2,28165	0,02490
ROE	-0,03859	0,13731	-0,28103	0,77930
DER	-0,01749	0,00539	-3,24392	0,00170
FCF	-0,11871	0,11086	-1,07075	0,28710
SIZE	-0,08711	0,02594	-3,35881	0,00110
RATE	0,78562	0,22361	3,51331	0,00070
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0,957551	Mean dependent var	0,901746	
Adjusted R-squared	0,946703	S.D. dependent var	0,541701	
S.E. of regression	0,103249	Sum squared resid	0,959426	
F-statistic	88,269590	Durbin-Watson stat	1,610788	
Prob(F-statistic)	0,000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0,855707	Mean dependent var	0,549772	
Sum squared resid	1,432511	Durbin-Watson stat	1,945822	

Sumber: Eviews 10 (diolah)

Terdapat beberapa pengujian dalam pemilihan model yaitu menggunakan uji Hausman, uji Chow, dan uji Lagrange Multiplier (LM) dengan membandingkan tiga pendekatan umum yang diterapkan pada data panel yaitu model *common effect*, model *fix effect*, dan model *random effect* (Hsiao, 2022). Hasil pengujian menunjukkan bahwa uji Chow menunjukkan FEM, kemudian uji Hausman menunjukkan REM, dan uji LM menunjukkan REM, sehingga model *random effect* merupakan model terbaik dalam penelitian ini. Namun dalam pengujian uji Hausman, muncul pernyataan bahwa statistik *Hausman statistic set to zero* yang menandakan adanya hasil yang bias, sehingga lebih disarankan menggunakan *fixed effect model* (FEM) (Gujarati, 2022; Hill et al., 2018). Hasil ini disebabkan adanya korelasi antar variabel independen yang menyebabkan bias pada data sehingga program proses Hausman test dan model *fixed effect* dapat memberikan hasil yang lebih konsisten. Berdasarkan tabel di atas terlihat bahwa hasil model FEM memiliki *R-Squared* sebesar 95,75% sedangkan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain di luar model dengan nilai prob (F-statistic) sebesar 0,00000 atau lebih kecil dari yang ditentukan. kesalahan standar (5%). Hasil tersebut menunjukkan bahwa masing-masing variabel independen berpengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.

PEMBAHASAN

perusahaan dalam periode tertentu. Dalam proses distribusi, perusahaan akan memberikan porsi yang tepat dari keuntungan yang diperoleh. *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah persentase keuntungan yang dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham atas keuntungan yang diperoleh perusahaan. Dividen merupakan tolok ukur bagi investor jangka panjang untuk mengetahui seberapa baik kinerja suatu perusahaan karena penentuan pembagian dividen merupakan keputusan yang akan mempengaruhi kinerja perusahaan di masa mendatang (Labhane & Das, 2015; Nuhu, 2014). Laba yang tidak dibagikan sebagai deviden biasanya digunakan sebagai pembiayaan internal perusahaan, investasi, ekspansi, atau bahkan indikasi kinerja perusahaan kurang baik (rugi) sehingga kebijakan deviden akan membuat para investor berpikir bahwa kinerja perusahaan dinilai baik.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *debt to equity*, *firm size* dan *interest rates* merupakan variabel yang berpengaruh signifikan. Nilai koefisien *debt to equity ratio* sebesar -0,01749 menunjukkan pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Artinya setiap kenaikan *debt to equity ratio* sebesar satu satuan akan menurunkan *debt ratio* sebesar 0,017. Kebijakan perusahaan terhadap hutang akan menyebabkan perubahan struktur modal sehingga perusahaan akan mengutamakan pembayaran hutang sebelum membayar dividen kepada pemegang saham (Arsyad et al., 2021; Astuti & Yadnya, 2019; Husna & Satria, 2019). Sedangkan untuk ukuran perusahaan memiliki nilai koefisien sebesar -0,08711 yang menunjukkan pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Hasil ini menunjukkan perbedaan dengan hipotesis awal dimana ukuran perusahaan berpengaruh positif. Kami melihat bahwa efek negatif tersebut disebabkan oleh beberapa faktor yaitu perusahaan belum memasuki tahap *mature* sehingga akan lebih banyak mengalokasikan keuntungan pada investasi. Kebijakan ini terkait dengan siklus hidup perusahaan, selain pengaruh nilai laba perusahaan yang akan menaikkan pajak sehingga lebih memilih dividen dalam jumlah kecil tetapi dengan frekuensi yang lebih banyak (Medyawati & Dayanti, 2017). Selanjutnya suku bunga sesuai dengan hipotesis awal sehingga memberikan hasil positif dengan nilai koefisien 0,78562. Nilai tukar rupiah terhadap dolar berdampak pada perusahaan yang banyak melakukan kegiatan ekspor impor. Sebagaimana diketahui bahwa perusahaan yang masuk dalam indeks LQ45 merupakan perusahaan multinasional dengan orientasi pasar global (Purnamasari, 2017). Oleh karena itu, penguatan dolar akibat kebijakan *The Fed* dan pelemahan ekonomi global sangat mempengaruhi keuntungan perusahaan. Kebijakan dividen menjadi informasi bagi investor jangka panjang terutama dalam pengambilan keputusan investasi. Perusahaan yang berada di indeks LQ45 menjadi tolok ukur bagi investor karena merupakan kelompok emiten yang memiliki likuiditas dan kinerja perusahaan yang baik, sehingga menarik bagi investor untuk berinvestasi saham di indeks ini. Dalam kondisi pandemi Covid-19, manajemen perusahaan di perusahaan indeks LQ45 perlu memperhatikan beberapa faktor agar stigma investor terhadap masa pandemi membaik. Hasil

penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki aset besar mampu terus bertahan di masa sulit dan dapat dikatakan bisnis yang berkelanjutan. Seperti diketahui bahwa jumlah aset yang besar menunjukkan kekuatan pemanfaatan aset dan diferensiasi bisnis perusahaan (Ali, 2022). Selain itu, banyak perusahaan yang melakukan restrukturisasi modal saat ekonomi terhenti di masa pandemi. Perubahan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar sangat mempengaruhi perusahaan-perusahaan yang melakukan kegiatan usaha baik ekspor maupun impor, sehingga pada saat kondisi ekonomi global sedang jatuh terdapat pembatasan-pembatasan terhadap kegiatan tersebut dan perusahaan perlu mengubah strategi dan efisiensi usaha untuk tetap *survive* (Devereux & Engel, 2002). Investor perlu memperhatikan aset perusahaan agar investasi dapat dimulai dari perusahaan yang memiliki aset besar karena terbukti perusahaan besar mampu meminimalisir risiko global, dan bagi investor jangka panjang akan memberikan kepastian *return* atau *dividen*. Selain itu, perusahaan dengan aset besar memberikan keuntungan dan likuiditas yang baik serta kemampuan untuk menghasilkan laba dan melindungi dari risiko kerugian. Dalam kondisi ekonomi makro, investor perlu memperhatikan perubahan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar karena berdampak besar terhadap kinerja perusahaan. Setiap perubahan nilai tukar akan mempengaruhi besar kecilnya *dividend payout ratio* yang akan diperoleh pemegang saham (Stereńczak & Kubiak, 2022).

SIMPULAN dan SARAN

Perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 menjadi indeks referensi bagi investor karena dianggap likuid dan memberikan *return* yang menjanjikan. Indeks LQ45 memberikan porsi besar bagi pergerakan IHSG di Indonesia. Meski pergerakan IHSG sempat jatuh, namun berhasil *rebound* di tahun 2021. Pemerintah sangat gencar memberikan program-program yang mendukung pemulihan ekonomi pasca pandemi Covid. Rasio hutang yang tinggi akan memberikan indikasi bahwa perusahaan akan memprioritaskan restrukturisasi modal dan investasi dengan harapan akan meningkatkan *dividen kumulatif* di masa depan. Perusahaan dengan aset besar dapat meyakinkan investor untuk berinvestasi dengan percaya diri karena ketahanan perusahaan dalam menghadapi ekonomi global yang melemah, namun sebagian besar perusahaan saat ini masih dalam tahap pertumbuhan sehingga perusahaan akan lebih memilih untuk mengembangkan bisnisnya melalui digitalisasi. Nilai tukar rupiah yang melemah selama pandemi berdampak signifikan terhadap keuntungan perusahaan. Prioritas penggunaan laba pada perusahaan LQ45 lebih difokuskan pada adaptasi bisnis di era pandemi yang menyebabkan *dividen* yang diperoleh kecil.

Kajian ini tentunya memberikan sedikit gambaran bagi perusahaan maupun investor. Bagi perusahaan memberikan sinyal bahwa setiap kebijakan akan direspons oleh investor, sedangkan bagi investor akan lebih memperhatikan faktor fundamental untuk terus berinvestasi pada perusahaan dengan aset besar agar mampu bertahan dalam kondisi pandemi Covid. Diharapkan penelitian ke depan mencakup beberapa

perusahaan teknologi yang sangat menarik untuk didiskusikan ketika kondisi ekonomi sedang mengalami kesulitan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ali, H. (2022). Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. *Finance Research Letters*, 46, 102493.
- Arifianto, M., & Chabachib, M. (2016). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan (Studi kasus pada perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ-45 periode 2011-2014). *Diponegoro Journal of Management*, 415–426.
- Arsyad, M., Haeruddin, S. H., Muslim, M., & Pelu, M. F. A. (2021). The effect of activity ratios, liquidity, and profitability on the dividend payout ratio. *Indonesia Accounting Journal*, 3(1), 36–44.
- Astuti, N. K. B., & Yadnya, I. P. (2019). *Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen* [PhD Thesis]. Udayana University.
- Booth, L., & Zhou, J. (2017). Dividend policy: A selective review of results from around the world. *Global Finance Journal*, 34, 1–15.
- Dewasiri, N. J., Yatiwelle Korallalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P., Kurupparachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: Evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413–429.
- Erfiana, D., & Ardiansari, A. (2016). Pengaruh masalah keagenan, kebijakan dividen, dan variabel moderasi growth opportunity terhadap nilai perusahaan. *Management Analysis Journal*, 5(3), 244–256.
- Fajaria, A. Z., & Isnalita, N. (2018). The effect of profitability, liquidity, leverage and firm growth of firm value with its dividend policy as a moderating variable. *International Journal of Managerial Studies and Research (IJMSR)*, 6(10), 55–69.
- Gujarati, D. N. (2022). *Basic econometrics*. Prentice Hall.
- Hill, R. C., Griffiths, W. E., & Lim, G. C. (2018). *Principles of econometrics*. John Wiley & Sons.
- Hsiao, C. (2022). *Analysis of panel data*. Cambridge university press.
- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of return on asset, debt to asset ratio, current ratio, firm size, and dividend payout ratio on firm value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50–54.
- Hussain, A., & Akbar, M. (2022). Dividend policy and earnings management: Do agency problem and financing constraints matter? *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 839–853.
- Iqbal, M. (2015). Regresi Data Panel (2): Tahap Analisis. *Retrieved From <https://Dosen.Perbanas.Id/Regresi-Data-Panel-2-Tahap-Analisis>*.
- Labhane, N. B., & Das, R. C. (2015). Determinants of dividend payout ratio: Evidence from Indian companies. *Business and Economic Research*, 5(2), 217–241.
- Medyawati, H., & Dayanti, A. S. (2017). Pengaruh ukuran perusahaan

- terhadap manajemen laba: Analisis data panel. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis*, 21(3).
- Nuhu, E. (2014). Revisiting the determinants of dividend payout ratios in Ghana. *International Journal of Business and Social Science*, 5(8).
- Purnamasari, E. D. (2017). Analisis Pengaruh Lverage terhadap Profitabilitas Perusahaan yang Termasuk LQ45 Periode Agustus 2015–Januari 2016 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Global Masa Kini*, 8(1), 41–45.
- Stereńczak, S., & Kubiak, J. (2022). Dividend policy and stock liquidity: Lessons from Central and Eastern Europe. *Research in International Business and Finance*, 62, 101727.