

PENGARUH *EARNINGS PERSISTENCE* DAN *MANAGERIAL ENTRENCHMENT* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN *FREE CASH FLOW* SEBAGAI SEBUAH VARIABEL MODERASI

Carolina Maria Melati

01017220115@student.uph.edu

Universitas Pelita Harapan, Kampus Lippo Village Karawaci, Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *earnings persistence* dan *managerial entrenchment* yang dimoderasi oleh *free cash flow*. Data yang digunakan berasal dari S&P Capital IQ dengan sampel perusahaan energi tambang di ASEAN sebanyak 89 perusahaan dari tahun 2019-2023 dengan total observasi sebanyak 391 *firm year*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa 1) *earnings persistence* tidak mempengaruhi kebijakan dividen; 2) *managerial entrenchment* dengan proksi *CEO tenure* tidak mempengaruhi kebijakan dividen; 3) *managerial entrenchment* dengan proksi kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi kebijakan dividen; 4) *free cash flow* tidak dapat memoderasi hubungan antara *earnings persistence* dengan kebijakan dividen; 5) *free cash flow* tidak dapat memoderasi hubungan antara *managerial entrenchment* yang menggunakan proksi *CEO tenure* dengan kebijakan dividen; 6) *free cash flow* tidak dapat memoderasi hubungan antara *managerial entrenchment* yang menggunakan proksi kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen. Penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi untuk penelitian selanjutnya.

Kata kunci: *free cash flow*, *earnings persistence*, *managerial entrenchment*, *CEO tenure*, kepemilikan manajerial, kebijakan dividen

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of earnings persistence and managerial entrenchment moderated by free cash flow. The data used comes from S&P Capital IQ with a sample of mining energy companies in ASEAN as many as 89 companies from 2019-2023 with a total of 391 firm year observations. The results showed that 1) earnings persistence does not affect dividend policy; 2) managerial entrenchment with CEO tenure proxy does not affect dividend policy; 3) managerial entrenchment with managerial ownership proxy does not affect dividend policy; 4) free cash flow cannot moderate the relationship between earnings persistence and dividend policy; 5) free cash flow cannot moderate the relationship between managerial entrenchment using the proxy of CEO tenure with dividend policy; 6) free cash flow cannot moderate the relationship between managerial entrenchment using the proxy of managerial ownership with dividend policy. This research can be used as a reference for further research.

Keywords: free cash flow, earnings persistence, managerial entrenchment, CEO tenure, managerial entrenchment, dividend policy

1. PENDAHULUAN

Dividend policy merupakan bentuk pilihan strategis yang penting bagi entitas bisnis. Dalam dunia keuangan, kebijakan ini mengacu pada keputusan perusahaan mengenai bagian laba yang akan dialokasikan untuk investasi kembali ke dalam bisnis dan bagian yang akan dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham (Putri & Irawati, 2019). Kebijakan ini tidak hanya berdampak pada kesejahteraan pemegang saham, tetapi juga pada pertumbuhan jangka panjang

perusahaan. Perusahaan yang memutuskan untuk menahan laba dan mengalokasikannya untuk investasi lebih lanjut bertujuan untuk memperkuat posisi kompetitifnya di pasar, sementara perusahaan yang membagikan dividen lebih mengutamakan memberikan imbal hasil langsung kepada pemegang saham.

Setiap perusahaan memiliki kebijakan tersendiri dalam menentukan apakah akan membagikan dividen atau menahan laba. Beberapa perusahaan lebih memilih untuk menahan laba guna mendanai proyek-proyek investasi yang dipandang lebih menguntungkan di masa depan, seperti ekspansi bisnis, pengembangan produk baru, atau peningkatan kapasitas operasional. Di sisi lain, terdapat perusahaan yang secara konsisten membagikan dividen karena percaya bahwa dengan memberikan imbal hasil kepada pemegang saham, entitas dapat menjaga kepercayaan investor dan meningkatkan daya tarik saham di pasar modal. Pembayaran dividen perusahaan secara simultan dengan stabil dapat mempengaruhi harga saham serta pertumbuhan laba di masa depan (Parsian & Koloukhi, 2014).

Proporsi perusahaan yang membayar dividen dibandingkan dengan yang tidak membayar dividen sangat bervariasi. Sebagai contoh, hanya sekitar 33% bisnis terkait energi yang terdaftar di BEI yang membagikan dividen kepada pemegang saham tahun 2023. Hal ini mengindikasikan bahwa sebagian besar dari bisnis tersebut, yakni sekitar 67% yang memilih untuk tidak membagikan dividen. Situasi ini mencerminkan bahwa keputusan mengenai pembayaran dividen cukup rumit karena terdapat beberapa faktor yang menjadi pertimbangan dalam pengambilan keputusan. Dikutip dari beberapa Catatan atas Laporan Keuangan perusahaan yang tidak melakukan pembayaran dividen, keputusan ini diambil karena saldo laba defisit atau negatif, laba disisihkan sebagai cadangan perseroan, serta dicatat sebagai laba ditahan atau *retained earnings* untuk meningkatkan usaha.

Salah satu contoh nyata adalah PT Adaro Minerals Indonesia (ADMR), sebuah perusahaan di sektor energi yang tidak membayar dividen selama lima tahun berturut-turut, yaitu dari tahun 2019 hingga 2023. Di sisi lain, pada sektor yang sama, terdapat PT Aneta Tambang Tbk (ANTM) yang secara konsisten melakukan pembayaran dividen selama lima tahun berturut-turut. Keputusan ini menimbulkan pertanyaan mendasar mengenai alasan di balik perbedaan kebijakan dividen antar perusahaan, meskipun berada dalam sektor industri yang sama. Perbedaan-perbedaan ini mendorong peneliti untuk lebih mendalami beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan.

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk faktor internal seperti profitabilitas, stabilitas laba, dan posisi keuangan perusahaan, serta faktor eksternal seperti kondisi pasar dan regulasi. Penelitian ini tertarik untuk menguji 2 (dua) faktor yang diduga kuat mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu *earnings persistence* (persistensi laba) dan *managerial entrenchment*.

Persistensi laba (*earnings persistence*) menjadi indikator penting dalam menilai stabilitas dan kualitas kinerja keuangan perusahaan (Annah & Suhendah, 2023). Laba yang berkelanjutan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan konsisten dari waktu ke waktu, yang menjadi dasar dalam pengambilan kebijakan-kebijakan strategis perusahaan, seperti kebijakan dividen. Perusahaan dengan laba yang konsisten lebih cenderung membayar dividen karena memiliki keyakinan akan keberlanjutan laba di masa mendatang.

Di sisi lain, *managerial entrenchment*, yang mencakup masa jabatan CEO (*CEO tenure*) dan kepemilikan manajerial, juga memengaruhi kebijakan perusahaan. *Managerial entrenchment* mengacu pada situasi di mana manajemen perusahaan memiliki kekuatan yang signifikan dalam pengambilan keputusan dan memberi hak prerogatif untuk merancang, melaksanakan, dan

mengejar hasil dari kebijakan yang menguntungkan perusahaan (Fagbemi et al., 2020). CEO dengan masa jabatan yang panjang cenderung memiliki kekuatan besar dalam menentukan kebijakan. CEO dengan masa jabatan lebih dari 3 (tiga) tahun mulai mendapatkan kekuatan dan menjadi lebih berkubu dengan pemegang saham (Usboko & Ayu W, 2024). Selain itu, kepemilikan manajerial yang tinggi dapat memotivasi manajemen untuk bertindak lebih proaktif dalam melindungi kepentingan mereka, termasuk dalam hal pengambilan keputusan terkait pembagian dividen (Usboko & Ayu W, 2024).

Hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa tingkat pembayaran dividen, ukuran perusahaan, dan ROE, tidak signifikan mempengaruhi *earnings persistence* (Li et al., 2023). Penelitian lainnya oleh (Indrayati et al., 2021) mengemukakan bahwa *earnings persistence* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga jika perusahaan mengalami peningkatan laba dibandingkan dengan tahun sebelumnya maka tidak akan berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen.

Penelitian (Gyimah & Gyapong, 2021) mengemukakan bahwa *managerial entrenchment* berpengaruh negatif atas kebijakan dividen karena adanya kecenderungan pembayaran dividen dilakukan ketika terdapat permintaan dari investor eksternal atas dividen. Di sisi lain, penelitian yang dilakukan oleh (Bilel, 2020) mengemukakan bahwa *managerial entrenchment* mempengaruhi keputusan untuk mendistribusikan dividen.

Penelitian ini menawarkan keterbaruan dengan menempatkan *Free Cash Flow* (FCF) sebagai variabel moderasi yang masih jarang digunakan pada penelitian-penelitian terdahulu. *Free Cash Flow* (FCF) adalah ukuran penting dari likuiditas dan kinerja keuangan perusahaan. FCF menunjukkan kas yang tersedia setelah memenuhi kewajiban operasi dan belanja modal. FCF yang kuat memberikan perusahaan fleksibilitas untuk mendanai ekspansi dan membayar dividen.

Penelitian terdahulu yang menggunakan FCF sebagai variabel moderasi masih sangat jarang ditemukan. Salah satu penelitian terdahulu membahas mengenai pengaruh moderasi FCF atas profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Pada penelitian (Naibaho & Naurah, 2023) disampaikan bahwa FCF memperkuat efek negatif antara profitabilitas dengan kebijakan dividen. Arus kas bebas juga dapat memperkuat pengaruh negatif *CEO entrenchment* terhadap hutang (Guerhazi & Bourri, 2017). Selain itu, penelitian (Lestari & Agustiniingsih, 2023) mengemukakan bahwa FCF memperlemah pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

2. KAJIAN TEORITIS, PENELITIAN SEBELUMNYA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Sinyal

Teori ini berlandaskan prinsip bahwa manajemen berperan penting dalam menyampaikan sinyal mengenai kondisi keuangan perusahaan dan prospek masa depannya kepada para pemangku kepentingan, termasuk pemegang saham. Dalam konteks ini, manajemen bertindak sebagai perantara informasi yang dapat mempengaruhi persepsi pemangku kepentingan terhadap perusahaan. Menurut (Sherine & Setijaningsih, 2024), teori ini menguraikan metode yang dapat digunakan perusahaan untuk menyampaikan informasi penting melalui laporan keuangan secara efektif, dengan tujuan utama mengurangi ketidakpastian dan menurunkan asimetri informasi antara manajemen dan investor.

Teori *signalling* berfokus kepada metode-metode yang dapat digunakan oleh entitas bisnis untuk memberikan indikasi yang lebih jelas dan transparan mengenai posisi keuangan perusahaan serta kinerjanya kepada para pemangku kepentingan. Salah satu bentuk sinyal yang seringkali diberikan adalah informasi yang menyoroti keunggulan kompetitif perusahaan dibandingkan para

pesaingnya, yang kerap dianggap sebagai penanda kekuatan dan potensi pertumbuhan di masa depan. Keunggulan kompetitif ini, jika disampaikan dengan baik, dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap stabilitas dan masa depan perusahaan.

Dalam teori ini terdapat konsep *Dividend Signaling Theory* yang diperkenalkan oleh Bhattacharya pada tahun 1979, yang memperkenalkan dimensi tambahan terhadap sinyal yang diberikan manajemen. Teori ini menyoroti bahwa manajer perusahaan umumnya memiliki akses yang lebih luas dan mendalam terhadap informasi mengenai situasi entitas saat ini dan prospek masa depannya dibandingkan investor eksternal.

Oleh karena itu, keputusan manajemen untuk membayar dividen dianggap sebagai sinyal kuat yang menunjukkan keyakinan manajemen terhadap kinerja keuangan perusahaan serta prospek pertumbuhannya ke depan. Investor sering kali memanfaatkan informasi terkait pembayaran dividen ini sebagai indikator utama dalam menilai kondisi dan arah perkembangan perusahaan di masa yang akan datang.

Hal ini terjadi karena investor meyakini bahwa dividen yang stabil atau bahkan meningkat menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan pertumbuhan dan menghasilkan keuntungan yang cukup (Putri & Irawati, 2019). Selain itu, pembayaran dividen yang konsisten juga dapat memperkuat kepercayaan investor bahwa perusahaan mampu menghadapi tantangan pasar dan tetap kompetitif dalam jangka panjang.

Kebijakan dividen seringkali dipandang sebagai sinyal positif yang mencerminkan kualitas laba perusahaan. Perusahaan yang membagikan dividen umumnya dianggap memiliki laba yang lebih berkelanjutan dan konsisten dibandingkan dengan perusahaan yang tidak memberikan dividen (Allani et al., 2024). Perusahaan yang rutin membayar dividen juga dianggap memiliki risiko lebih rendah terlibat dalam kecurangan laporan keuangan dibandingkan dengan entitas yang tidak membagikan dividen (Caskey & Hanlon, 2013).

Kebijakan dividen tidak hanya berfungsi sebagai sinyal mengenai kinerja perusahaan, tetapi juga sebagai alat penting dalam tata kelola perusahaan. Dengan membayar dividen, perusahaan dapat meminimalisir konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham, sekaligus menciptakan mekanisme yang membantu memperkuat tata kelola perusahaan secara keseluruhan. Sinyal yang dikirim melalui kebijakan tersebut menjadi alat perusahaan untuk mempertahankan transparansi dan memperkuat hubungan dengan para pemangku kepentingan.

Teori Agensi

Dalam teori keagenan, hubungan antara manajemen (*agent*) dan investor (*principal*) dalam suatu perusahaan dijelaskan secara mendalam. Manajemen, sebagai pengelola operasional perusahaan sehari-hari, mendapatkan mandat dari pemegang saham untuk mengambil keputusan strategis guna mencapai tujuan perusahaan (Putri & Irawati, 2019). Sebaliknya, para pemegang saham atau investor berperan sebagai pihak yang menyediakan modal serta menanggung risiko keuangan perusahaan, dengan harapan mendapatkan pengembalian berupa keuntungan atau dividen.

Teori ini menunjukkan adanya perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemilik perusahaan, yang berpotensi memicu konflik keagenan. Konflik ini muncul ketika manajer, sebagai agen, mengambil keputusan yang lebih menguntungkan diri sendiri tetapi berisiko bagi pemilik perusahaan, terutama ketika terjadi *moral hazard*. Manajer dapat bertindak kurang berhati-hati karena dampak dari tindakan berisiko yang dilakukannya lebih banyak ditanggung oleh pemilik perusahaan (Mursalim, 2011).

Salah satu wujud nyata dari konflik keagenan adalah kebijakan pembayaran dividen. Dividen dianggap sebagai pengembalian langsung atas investasi yang ditanamkan oleh pemegang saham, sehingga seringkali terdapat perbedaan kepentingan antara investor dan manajemen. Investor cenderung menginginkan dividen sebagai bentuk keuntungan, sementara manajemen mungkin lebih memilih untuk mempertahankan laba atau menginvestasikannya kembali guna mendukung pertumbuhan perusahaan (Mutmainnah et al., 2019). Konflik ini menyoroti peran penting kebijakan dividen dalam mengurangi masalah keagenan di perusahaan.

Model pembayaran dividen yang optimal adalah yang dapat menurunkan biaya keagenan, tetapi juga mempertimbangkan peningkatan biaya transaksi pembiayaan eksternal (Rozeff, 1982). Dengan kata lain, kebijakan dividen yang ideal adalah kebijakan yang dapat menyeimbangkan kedua biaya tersebut, sehingga keputusan investasi perusahaan turut memengaruhi kebijakan pembagian dividen. Dividen tidak hanya berfungsi sebagai pengembalian bagi investor, tetapi juga sebagai mekanisme pengendalian dalam tata kelola perusahaan (Allani et al., 2024). Kebijakan dividen yang baik dapat meminimalisir konflik antara manajemen dan pemegang saham, serta bertindak sebagai alat untuk memastikan bahwa perusahaan bertindak demi kepentingan investor luar.

Pembayaran dividen dapat membantu mengurangi biaya keagenan melalui peningkatan pengawasan pasar modal terhadap keputusan dan kinerja manajerial (Easterbrook, 1984). Ketika perusahaan membayar dividen, kemungkinan besar manajer perlu mencari pembiayaan eksternal untuk memenuhi kebutuhan modal perusahaan. Dalam proses ini, manajer akan menghadapi pemantauan lebih ketat dari bank investasi, analis, dan penyedia modal lainnya. Pemantauan eksternal yang lebih intens ini membatasi ruang gerak manajemen untuk melakukan manipulasi akuntansi atau kesalahan pelaporan keuangan yang oportunistik. Dengan demikian, kebijakan dividen tidak hanya berfungsi sebagai sinyal keuangan, tetapi juga sebagai alat untuk memitigasi potensi konflik keagenan dan menjaga integritas tata kelola perusahaan.

Secara keseluruhan, teori keagenan menunjukkan bahwa meskipun terdapat potensi konflik antara manajemen dan pemilik, kebijakan dividen dapat berperan penting dalam meminimalkan ketidakselarasan kepentingan. Dividen bertindak sebagai mekanisme kontrol dan pengawasan, serta mengurangi risiko *moral hazard* dan perilaku oportunistik di dalam perusahaan.

Earnings Persistence

Earnings persistence merujuk pada kesanggupan entitas usaha untuk mempertahankan laba dari satu periode ke periode berikutnya. Atau dengan kata lain, probabilitas bahwa tingkat laba saat ini atau perubahan laba yang terjadi akan terulang kembali di masa depan (Frankel & Litov, 2009). Konsep ini sangat penting dalam analisis keuangan karena *earnings persistence* mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang konsisten, yang pada akhirnya menjadi indikator stabilitas keuangan jangka panjang.

Persistensi laba dianggap sebagai atribut yang sangat diinginkan oleh berbagai pemangku kepentingan, terutama investor, karena mengindikasikan laba yang stabil dan berkelanjutan dari waktu ke waktu (Canina & Potter, 2019). Tingkat *earnings persistence* yang tinggi sering kali diasosiasikan dengan kinerja perusahaan yang baik dan kredibilitas dalam memenuhi ekspektasi finansial. Laba yang stabil menunjukkan bahwa perusahaan tidak hanya bergantung pada faktor-faktor sementara, tetapi lebih kepada operasi bisnis yang kokoh dan konsisten. Selain itu, entitas dengan tingkat *earnings persistence* yang tinggi cenderung dianggap lebih mampu menghadapi tantangan ekonomi dan fluktuasi pasar, karena kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang stabil mencerminkan ketahanan operasional terhadap ketidakpastian ekonomi.

Keuntungan yang berkesinambungan dan dapat diandalkan memberikan sinyal positif bagi investor, menunjukkan bahwa perusahaan berprospek baik untuk pertumbuhan dan kesuksesan di masa depan (Annah & Suhendah, 2023). Dalam konteks teori keagenan, *earnings persistence* menjadi komponen penting dalam pengambilan keputusan oleh investor. Investor sangat mengandalkan informasi mengenai persistensi laba untuk menilai risiko yang mungkin timbul dari investasi mereka. Laba yang persisten memberi keyakinan bahwa perusahaan akan tetap menghasilkan laba dalam jangka panjang, sementara laba yang kurang persisten mungkin menimbulkan keraguan mengenai stabilitas kinerja perusahaan.

Investor cenderung menghindari perusahaan dengan laba yang fluktuatif atau tidak stabil (Annah & Suhendah, 2023). Selain itu, persistensi laba juga berkaitan dengan praktik kompensasi manajemen, di mana kompensasi CEO umumnya lebih sensitif terhadap laba ketika persistensi laba perusahaan tinggi (Canina & Potter, 2019).

Kinerja laba yang berasal dari komponen *cash flow* memiliki persistensi yang lebih unggul dibandingkan dengan kinerja laba yang berasal dari komponen akrual (Sloan, 1996). Hal ini berarti bahwa laba yang didorong oleh arus kas operasional lebih stabil dan berkelanjutan di masa depan, sedangkan laba yang lebih banyak berasal dari akrual cenderung kurang persisten dan cepat berubah. Teori ini juga menekankan bahwa harga saham seringkali tidak sepenuhnya mencerminkan perbedaan ini sampai dampaknya terlihat dalam laporan laba di masa depan. Laba yang persisten juga dihubungkan dengan kemampuan perusahaan menciptakan strategi perusahaan yang inovatif, sedangkan laba yang kurang persisten dianggap bahwa strategi bisnis kurang inovatif (Makhsun et al., 2018). Ketika investor melihat bahwa laba perusahaan bersifat berkelanjutan, ekspektasi terhadap hasil dividen juga menjadi lebih stabil dan positif (Francis et al., 2005).

Persistensi laba menjadi faktor krusial yang digunakan oleh investor dalam menilai nilai perusahaan serta mengurangi risiko dalam keputusan investasi. Manajemen perusahaan dan kebijakan kompensasi juga dipengaruhi oleh tingkat persistensi laba ini yang menjadikannya salah satu indikator utama dalam mengukur keberhasilan jangka panjang perusahaan serta keterpaduan antara manajemen dan pemegang saham dalam mencapai tujuan bersama.

Managerial Entrenchment

Managerial entrenchment merupakan suatu kondisi di mana tata kelola perusahaan dan mekanisme kontrol menjadi lemah, sehingga memberikan ruang bagi manajer untuk bertindak tanpa pengawasan yang memadai (Deitiana et al., 2021). Kondisi ini sering kali mendorong perilaku oportunistik dari eksekutif perusahaan yang berupaya memajukan kesejahteraan pribadi dengan mengabaikan kepentingan pihak luar, seperti investor, kreditor, dan pemangku kepentingan lainnya (Amalia & Dura, 2022).

Kekuasaan yang dimiliki oleh CEO tidak hanya memberi kontrol atas operasi perusahaan, tetapi juga seringkali mempengaruhi keputusan strategis sehingga dapat mengorbankan kepentingan pemegang saham demi program-program yang lebih menguntungkan bagi individu tersebut (Shleifer & Vishny, 1989). CEO dengan tingkat kekuasaan signifikan memiliki kapasitas lebih tinggi untuk menolak pengawasan dari dewan direksi, komite audit, dan pemegang saham. Hal ini dapat mengarah pada pengabaian kontrol karena CEO menjadi tokoh utama dalam pengembangan dan pemantauan informasi keuangan yang dapat menurunkan kualitas akuntabilitas perusahaan (Fagbemi et al., 2020).

Salah satu bentuk *managerial entrenchment* yang seringkali terlihat adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh CEO dan manajer (Amalia & Dura, 2022). Kepemilikan saham ini tidak

hanya berfungsi sebagai insentif untuk mendorong kinerja, tetapi juga dapat menjadi mekanisme untuk memperkuat posisi manajerial di dalam organisasi (Bilel, 2020).

Masa jabatan seseorang sebagai CEO (*CEO tenure*) juga merupakan salah satu bentuk *managerial entrenchment* yang seringkali ditemui. Semakin lama seorang CEO memegang jabatannya, semakin besar kemungkinan CEO untuk menunjukkan ketidakpuasan terhadap perubahan yang mungkin merugikan posisi CEO tersebut, sehingga meningkatkan potensi terjadinya *managerial entrenchment* (Amalia & Dura, 2022). Fenomena *managerial entrenchment* memiliki implikasi signifikan terhadap pengambilan keputusan perusahaan dan kebijakan dividen yang penting untuk diperhatikan dalam konteks tata kelola perusahaan yang baik.

CEO Tenure

Masa jabatan CEO di perusahaan menjadi indikator penting dalam mengukur *managerial entrenchment*. Seiring waktu, kemampuan manajerial seorang CEO akan meningkat, terutama setelah melewati tiga tahun pertama masa jabatannya, saat keterampilan mulai terbangun untuk memenuhi tuntutan pekerjaan. Namun, setelah periode ini, terdapat kecenderungan bahwa oportunisme manajerial juga mulai meningkat (Shen, 2003). Dalam tahap ini, CEO mulai mendapatkan lebih banyak kekuasaan dan menjadi lebih terikat dalam perusahaan sehingga CEO memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan internal, termasuk kebijakan dividen (Di Meo et al., 2017).

Seiring dengan bertambahnya senioritas, CEO mendapatkan kesempatan untuk memperkuat kontrol atas keputusan yang diambil. Perusahaan yang dipimpin oleh eksekutif dengan masa jabatan panjang cenderung menunjukkan penurunan kinerja (Mohamed, 2021) yang disebabkan oleh dua faktor utama.

Pertama, ketika seorang CEO memperoleh keleluasaan bertindak yang lebih besar dan kekuasaan atas dewan serta pemegang saham, perhatian terhadap keamanan kerja menjadi berkurang. Hal ini membuat CEO lebih bersedia melakukan investasi yang tidak efisien (Hambrick & Fukutomi, 1991). Kedua, dengan bertambahnya waktu jabatan, inersia dan penghindaran risiko cenderung meningkat. CEO yang telah lama menjabat sering kali bersikap konservatif dalam pengambilan keputusan sehingga lebih memilih untuk mempertahankan *status quo* dan melanjutkan strategi yang sudah (Hambrick & Fukutomi, 1991).

Sebaliknya, perusahaan yang dipimpin oleh CEO dengan masa jabatan lebih pendek biasanya menunjukkan kinerja yang lebih baik (Mohamed, 2021). Keleluasaan CEO dalam perusahaan tersebut lebih terbatas oleh pihak luar dan pengawasan anggota dewan yang berkontribusi pada pengambilan keputusan yang lebih baik. Selain itu, CEO dengan masa jabatan yang singkat cenderung mengambil risiko lebih besar dalam keputusan investasi, sebagai upaya untuk menunjukkan kompetensi dan kemampuan yang lebih baik kepada pasar.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial bukan hanya berfungsi sebagai sistem insentif yang diberikan perusahaan kepada manajemen, tetapi juga sebagai bentuk *managerial entrenchment* (Mohamed, 2021). Dalam konteks ini, *managerial entrenchment* merupakan salah satu jenis pertahanan dalam kepemilikan saham oleh CEO dan manajer, di mana para eksekutif menggunakan kepemilikan tersebut untuk mempertahankan posisi mereka di perusahaan, terutama ketika menghadapi tekanan dari para pemegang saham dan pengawasan internal (Amalia & Dura, 2022).

Teori keagenan menyatakan bahwa meskipun pembayaran dividen dapat mengurangi konflik antara prinsipal dan agen, *entrenched* manajer cenderung mengurangi kebijakan dividen

(Gyimah & Gyapong, 2021). Dalam situasi ini, manajer yang memiliki saham dalam entitas pada umumnya akan berusaha untuk meningkatkan nilai saham dan memberikan kepercayaan kepada pemegang saham, terutama jika manajer tersebut berharap untuk diangkat kembali. Namun, semakin tinggi jumlah kepemilikan saham pihak manajemen, semakin besar kecenderungan manajer untuk menerapkan strategi *entrenchment*. Hal ini terjadi karena CEO seringkali fokus untuk berinvestasi pada aset-aset tertentu yang terkait dengan pelatihannya, meskipun investasi tersebut mungkin tidak menguntungkan bagi perusahaan secara keseluruhan (Shleifer & Vishny, 1989).

Tingkat kepemilikan manajerial yang lebih tinggi dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Kepemilikan ini membantu menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham, dengan cara membatasi penggunaan tunjangan yang berlebihan dan mengurangi keterlibatan dalam kebijakan investasi yang tidak menguntungkan (Florackis et al., 2009). Di sisi lain, manajer mungkin tidak bekerja dengan baik dan lebih fokus pada keuntungan pribadi, terutama jika memiliki banyak saham. Situasi ini dapat menyebabkan kinerja perusahaan menurun, yang dikenal sebagai efek *entrenchment*. Oleh karena itu, dinamika ini menggambarkan kompleksitas pengaruh kepemilikan manajerial terhadap keputusan kebijakan dividen dan kinerja perusahaan secara keseluruhan.

Kebijakan Dividen

Salah satu bentuk pilihan strategis yang penting bagi sebuah entitas adalah kebijakan dividen. Kebijakan ini menetapkan besaran laba untuk diinvestasikan kembali dan pendistribusian total laba sebagai dividen kepada para pemegang saham (Putri & Irawati, 2019). Keputusan mengenai pembagian dividen biasanya diputuskan dalam RUPS, di mana para pemegang saham dan manajemen membahas serta memutuskan proporsi laba yang akan dialokasikan sebagai dividen.

Pembagian laba sebagai dividen memiliki dampak langsung terhadap laba ditahan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagikan sebagian besar laba usaha sebagai dividen, laba ditahan akan berkurang sehingga menurunkan jumlah total pendanaan internal (*internal financing*) yang tersedia bagi perusahaan. Di sisi lain, pembagian dividen dapat dilihat sebagai sinyal kepada pasar bahwa perusahaan berada dalam posisi keuangan yang kuat dan mampu memberikan pengembalian kepada pemegang saham secara konsisten (Damanik et al., 2023).

Kebijakan dividen tidak hanya berdampak jangka pendek, melainkan juga memiliki konsekuensi jangka panjang. Kebijakan ini harus mempertimbangkan efek keputusan saat ini terhadap kebijakan dividen di masa mendatang. Perusahaan dapat menetapkan kebijakan dividen yang lebih konservatif guna memastikan tersedianya dana yang cukup untuk mendukung operasi dan pertumbuhan jangka panjang. Sebaliknya, perusahaan juga dapat memilih untuk membagikan lebih banyak laba sebagai dividen untuk menarik investor atau memenuhi ekspektasi pasar (Damanik et al., 2023). Manajemen perlu menyeimbangkan antara kebutuhan untuk menjaga stabilitas dan kepercayaan investor melalui pembayaran dividen yang stabil, serta kebutuhan untuk mempertahankan modal guna mendukung strategi perusahaan di masa depan (Hasan & Septiningrum, 2023).

Kebijakan dividen yang optimal mempertimbangkan keseimbangan antara biaya keagenan dan biaya pembiayaan eksternal (Rozeff, 1982). Pembayaran dividen dapat mengurangi biaya keagenan, namun di sisi lain meningkatkan biaya pembiayaan eksternal. Oleh karena itu, kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan yang mampu meminimalkan kedua biaya ini secara

bersamaan. Menurut (Easterbrook, 1984), dibandingkan dengan pembiayaan eksternal, dividen merupakan sumber pembiayaan internal yang lebih murah.

Free Cash Flow

Arus kas yang tersisa setelah perusahaan memenuhi seluruh investasi dalam aset tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk menjaga kelangsungan operasinya disebut sebagai arus kas bebas atau *free cash flow* (FCF). FCF dapat digunakan untuk pembayaran bunga, dividen, dan pelunasan hutang kepada investor. Lebih jelasnya, FCF adalah jumlah kas tersedia untuk dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham tanpa mengganggu atau memberikan dampak negatif pada operasi harian perusahaan (Nathaniel & Arfianti, 2020).

Arus kas bebas yang besar memberikan perusahaan fleksibilitas untuk tidak hanya membayar dividen dalam jumlah yang signifikan tetapi juga untuk membeli kembali saham atau menginvestasikan uang tunai ke dalam proyek-proyek yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Namun, terdapat risiko bahwa tanpa alokasi yang tepat, dana tersebut dapat diinvestasikan dalam proyek-proyek bernilai rendah atau bahkan tidak berguna, yang pada akhirnya dapat merugikan perusahaan (Naibaho & Naurah, 2023).

Free cash flow juga memainkan peran penting dalam hubungan antara pemegang saham dan manajemen, terutama dalam konteks kebijakan dividen. Ketika perusahaan memiliki FCF yang tinggi, manajemen memiliki lebih banyak fleksibilitas untuk memutuskan jumlah pembayaran dividen, sehingga dapat menjaga kepercayaan dan kepuasan investor. Selain itu, investor menggunakan FCF sebagai metrik utama untuk mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan. Jika sebuah perusahaan secara konsisten menghasilkan arus kas bebas (FCF) yang tinggi, hal ini memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan tersebut mampu menghasilkan kas yang cukup secara stabil. Tingkat kenyamanan ini meningkatkan kesediaan para investor untuk berinvestasi di perusahaan (Naibaho & Naurah, 2023).

Sebuah perusahaan dianggap lebih sehat jika memiliki arus kas bebas yang lebih tinggi karena hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki modal untuk mendanai ekspansi dan melakukan investasi pada peluang baru. Sebaliknya, jika nilai FCF suatu perusahaan kecil atau negatif, hal ini dapat mengindikasikan bahwa perusahaan sedang menghadapi masalah keuangan atau tidak memiliki cukup kas untuk mendukung operasi dan pertumbuhannya, yang pada akhirnya dapat membuat perusahaan tersebut dianggap semakin tidak sehat secara finansial (Meila, 2021).

Pengembangan Hipotesis

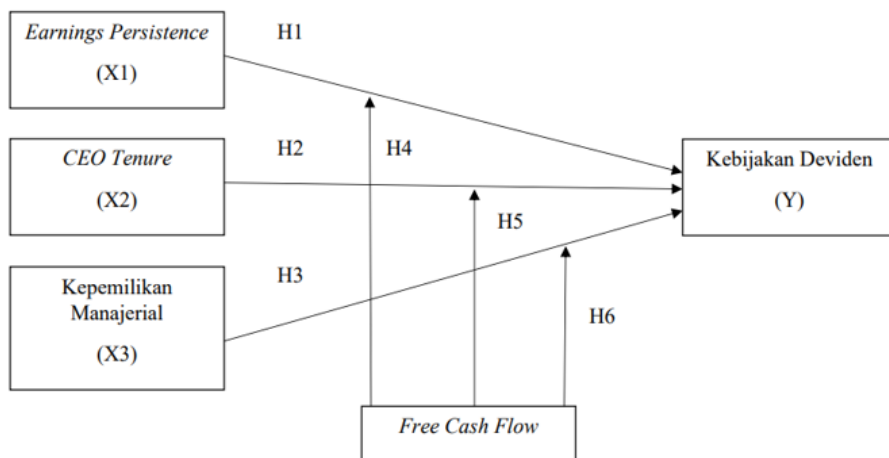
Pengembangan hipotesis untuk penelitian ini mendasarkan diri pada kerangka konseptual penelitian yang dapat diilustrasikan dalam gambar pada halaman berikut ini.

Pengaruh *Earnings Persistence* terhadap Kebijakan Dividen

Earnings persistence atau persistensi laba merupakan bagian penting dalam informasi keuangan yang dipertimbangkan investor dalam mengevaluasi nilai perusahaan (Chang et al., 2016). Persistensi laba dipandang sebagai tanda pertumbuhan perusahaan yang stabil, yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba secara konsisten di masa depan. Kemampuan ini akan berpengaruh langsung terhadap kebijakan pembayaran dividen karena laba yang persisten menunjukkan bahwa perusahaan mampu mempertahankan arus kas yang stabil. Dengan arus kas yang stabil, entitas memiliki likuiditas yang cukup untuk membagikan dividen kepada pemegang saham tanpa mengorbankan kebutuhan operasional atau investasi jangka

panjang (Indrayati et al., 2021). Laba memiliki dampak langsung terhadap pembayaran dividen, sehingga perusahaan dengan laba yang persisten cenderung membagikan dividen secara konsisten, yang pada gilirannya dapat meningkatkan kepercayaan investor. Penelitian lainnya oleh (Li et al., 2023) juga mendukung bahwa terdapat hubungan antara laba yang berkelanjutan dengan kebijakan pembagian dividen. Dengan demikian, persistensi laba yang tinggi memberikan jaminan bahwa perusahaan memiliki kapasitas finansial yang kuat untuk mendistribusikan dividen secara teratur.

H1: *Earnings persistence* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.



Gambar 1
Kerangka Konseptual Penelitian

Pengaruh *CEO Tenure* terhadap Kebijakan Dividen

CEO entrenchment dapat meningkat bersamaan dengan masa jabatan dari seorang CEO (Mohamed, 2021). CEO dengan masa jabatan lebih dari 3 (tiga) tahun, cenderung lebih konservatif dalam pengambilan keputusan serta memiliki disposisi yang kuat dalam mempertahankan *status quo* sehingga memungkinkan oportunisme manajerial meningkat (Shen, 2003). Kondisi ini memungkinkan CEO untuk mempengaruhi kebijakan internal perusahaan, salah satunya ialah kebijakan dividen (Di Meo et al., 2017). Dalam hubungan keagenan, masing-masing pihak, baik prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajerial), keduanya berusaha untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya (Usboko & Ayu W, 2024). Semakin lama seorang CEO menjabat, maka semakin rendah kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen. CEO dengan masa jabatan panjang cenderung lebih berfokus pada mempertahankan kendali dan lebih memilih untuk menahan laba untuk ekspansi usaha atau investasi dibandingkan membagikannya sebagai dividen. Penelitian menyatakan bahwa perusahaan dengan *entrenched manager* membayar dividen hanya jika terdapat permintaan investor atau tekanan eksternal terhadap perusahaan (Gyimah & Gyapong, 2021). Berdasarkan kerangka teori dan penelitian terdahulu, berikut ini adalah hipotesis kedua yang diajukan:

H2: *CEO tenure* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Kepemilikan Managerial terhadap Kebijakan Dividen

Teori keagenan menyatakan bahwa meskipun pembayaran dividen mengurangi konflik prinsipal-agen yang terkait dengan pemisahan kepemilikan dari kontrol, *entrenched manager* cenderung tidak membayar dividen (Gyimah & Gyapong, 2021). *Entrenched manager* cenderung menahan pembayaran dividen karena *entrenchment* meningkatkan pengejaran keuntungan pribadi dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Semakin tinggi kepemilikan manajerial dalam perusahaan, semakin rendah kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen, karena manajer yang memiliki saham signifikan cenderung memprioritaskan laba ditahan (*retained earnings*) untuk meningkatkan kontrol dibandingkan membagikan laba tersebut sebagai dividen kepada pemegang saham. Penelitian terdahulu oleh (Gyimah & Gyapong, 2021), menyatakan bahwa perusahaan dengan *entrenched manager* membayar dividen hanya jika terdapat permintaan investor atau tekanan eksternal terhadap perusahaan. Selain itu, penelitian tersebut juga menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial menurunkan kecenderungan perusahaan untuk membayar dividen atau membeli kembali saham. Berdasarkan kerangka teori dan penelitian terdahulu, berikut ini adalah hipotesis ketiga yang diajukan:

H3: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Moderasi Free Cash Flow terhadap Hubungan Earnings Persistence dan Kebijakan Dividen

Ketika sebuah perusahaan menghasilkan FCF yang tinggi, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki laba yang konsisten dan stabil dari waktu ke waktu. Kondisi ini mendorong para pemegang saham untuk memiliki harapan yang lebih besar terhadap pembayaran dividen. Perusahaan dengan laba yang persisten dan *free cash flow* yang tinggi cenderung lebih mampu membagikan dividen karena memiliki sumber daya yang cukup untuk mempertahankan kebijakan dividen yang stabil tanpa harus mengorbankan kebutuhan untuk investasi atau operasional. Teori sinyal arus kas menyatakan bahwa peningkatan pembayaran dividen dianggap oleh investor sebagai indikator positif mengenai prospek perusahaan (Lang & Litzenberger, 1989). Berdasarkan kerangka teori dan penelitian terdahulu, berikut ini adalah hipotesis keempat yang diajukan:

H4: Free cash flow memperkuat pengaruh positif earnings persistence terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Moderasi Free Cash Flow terhadap Hubungan CEO Tenure dan Kebijakan Dividen

Semakin lama seorang CEO menjabat, semakin kecil kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen. CEO dengan masa jabatan panjang seringkali lebih fokus pada mempertahankan kendali perusahaan dan cenderung menahan laba untuk keperluan ekspansi atau investasi, daripada membagikannya sebagai dividen. Namun, ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi, pengaruh negatif masa jabatan CEO terhadap kebijakan dividen dapat melemah. Dengan arus kas bebas yang melimpah, CEO yang telah lama menjabat akan menjadi lebih fleksibel dalam membagikan dividen karena ketersediaan dana memungkinkan keputusan tersebut tanpa harus mengorbankan kepentingan strategis lainnya. Berdasarkan kerangka teori dan penelitian terdahulu, berikut ini adalah hipotesis kelima yang diajukan:

H5: Free cash flow memperlemah pengaruh negatif CEO tenure terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Moderasi *Free Cash Flow* terhadap Hubungan Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen

Perusahaan dengan arus kas bebas yang besar cenderung terjebak dalam investasi berlebihan atau overinvestasi, termasuk dalam proyek-proyek yang sebenarnya tidak menguntungkan karena proyek tersebut memiliki *net present value* yang negatif. Salah satu cara untuk mengurangi overinvestasi adalah dengan meningkatkan pembayaran dividen (Lang & Litzenberger, 1989). Dengan membayar dividen, perusahaan mengalihkan lebih banyak FCF kepada pemegang saham, yang pada akhirnya akan mengurangi jumlah FCF yang dapat digunakan untuk investasi berlebihan. Kondisi FCF yang tinggi memungkinkan manajemen dengan kepemilikan manajerial untuk membagikan dividen. Ketersediaan dana yang cukup ini memungkinkan perusahaan untuk tetap memberikan imbal hasil kepada pemegang saham tanpa mengorbankan kebutuhan operasional atau rencana ekspansi perusahaan. Sebaliknya, jika FCF rendah, manajemen cenderung memanfaatkan arus kas tersebut untuk ekspansi bisnis guna meningkatkan kontrol, daripada membagikannya sebagai dividen kepada pemegang saham. Berdasarkan kerangka teori dan penelitian terdahulu, berikut ini adalah hipotesis keenam yang diajukan:

H6: *Free cash flow* memperlemah pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.

3. METODE PENELITIAN

Model Penelitian

Untuk menguji **Hipotesis 1, 2 dan 3**, apakah pengungkapan Earnings Persistence dan Managerial Entrenchment mempengaruhi Kebijakan Dividen, penelitian ini menggunakan **Model Penelitian 01** sebagai berikut:

$$DPR_{i,t} = \alpha + \beta_1 EP_{i,t} + \beta_2 CEOT_{i,t} + \beta_3 KM_{i,t} + \beta_4 FS_{i,t} + \beta_5 CR_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \varepsilon$$

Sementara itu, untuk menguji **Hipotesis 4, 5 dan 6**, apakah Free Cash Flows memiliki pengaruh moderasi pada hubungan antara Earnings Persistence dan Managerial Entrenchment dengan Kebijakan Dividen, penelitian ini menggunakan **Model Penelitian 02** sebagai berikut:

$$DPR_{i,t} = \alpha + \beta_1 EP_{i,t} + \beta_2 CEOT_{i,t} + \beta_3 KM_{i,t} + \beta_4 FS_{i,t} + \beta_5 CR_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 (EP_{i,t} * FCF_{i,t}) + \beta_{10} (CEOT_{i,t} * FCF_{i,t}) + \beta_{11} (KM_{i,t} * FCF_{i,t}) + \varepsilon$$

Sembilan variabel independen dalam model penelitian ini adalah **EP** (*Earnings Persistence*), **CEOT** (*CEO Tenure*), **KM** (*Kepemilikan Manajerial*), **FCF** (*Free Cash Flows*), **FS** (*Firm Size*), **CR** (*Current Ratio*), **ROA** (*Return on Asset*), **AGE** (*Umur Perusahaan*) dan **Lev** (*Leverage*). Variabel independent yang pertama, kedua dan ketiga adalah variabel utama penelitian ini sedangkan lima variabel independent yang terakhir merupakan variabel kontrol. Penelitian ini menggunakan satu variabel moderasi yakni **FCF** (*Free Cash Flow*).

Variabel utama pertama penelitian ini adalah **EP** (*Earnings Persistence*). Terkait dengan variabel ini, regresi laba sebelum pajak selama lima tahun menghasilkan koefisien regresi antara laba akuntansi periode berjalan dan laba akuntansi sebelumnya, yang menghasilkan skala rasio yang dapat digunakan untuk mengukur persistensi laba (Suhandi & Sutrisno, 2022). Pengukuran

persistensi laba melalui metode ini berupaya mencari nilai slope (β) dalam persamaan koefisien regresi. Persistensi yang tinggi ditunjukkan oleh laba perusahaan, $\beta_1 > 0$ menunjukkan bahwa laba yang persisten, sedangkan $\beta_1 \leq 0$ menunjukkan laba yang bervariasi dan tidak persisten (Francis et al., 2005). Selain itu, Dechow dan Schrand (2004) juga melakukan penelitian mengenai persistensi laba dengan menggunakan metode serupa. Penelitian yang dilakukan mengimplikasikan bahwa apabila nilai slope (β) semakin mendekati angka 1, maka laba semakin persisten. Rumus berikut ini digunakan untuk memperoleh nilai beta yang kemudian digunakan sebagai angka *earnings persistence* per perusahaan per tahun: $E_t = \alpha + \beta E_{t-1} + \varepsilon$, di mana E_t = laba sebelum pajak tahun t , E_{t-1} = laba sebelum pajak tahun $t-1$.

Nilai *Earnings Persistence* (EP) setiap tahunnya dihitung dengan cara melakukan regresi antara E_t pada tahun berjalan (E_t) dengan E_t pada tahun sebelumnya (E_{t-1}), selama periode 5 (lima) tahun dengan metode *rolling year*. Sebagai contoh, untuk menghitung EP tahun 2023, dilakukan regresi antara laba perusahaan tahun 2023 (E_t) dan laba perusahaan (E_{t-1}) dari data 5 (lima) tahun terakhir, yakni tahun 2023, 2022, 2021, 2020, dan 2019. Nilai beta (β) yang diperoleh dari regresi tersebut akan digunakan sebagai nilai *Earnings Persistence* (EP) untuk setiap perusahaan pada setiap tahunnya.

Variabel utama berikutnya terkait dengan *managerial entrenchment* yang diwakili oleh dua variabel: **CEOT** dan **KM**. *CEO tenure* mengacu pada lamanya masa jabatan seorang CEO di perusahaan sejak diangkat hingga saat penelitian dilakukan. Masa jabatan ini digunakan untuk mengukur tingkat keterikatan manajemen (*managerial entrenchment*). Semakin lama CEO menjabat, semakin besar kemungkinan CEO memiliki pengaruh yang kuat terhadap kebijakan strategis perusahaan, termasuk kebijakan dividen dan keputusan investasi (Mohamed, 2021). *CEO tenure* diukur dalam satuan tahun dengan cara pengukuran sebagai berikut: $\text{CEO Tenure} = \text{Tahun Penelitian} - \text{Tahun Pengangkatan CEO}$. Sementara itu, Kepemilikan Manajerial merujuk pada persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer atau eksekutif. Kepemilikan saham ini bukan hanya berfungsi sebagai insentif untuk meningkatkan kinerja, tetapi juga dapat memengaruhi keputusan-keputusan strategis perusahaan, termasuk kebijakan dividen (Mohamed, 2021). Kepemilikan manajerial dinilai dari jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen dalam struktur kepemilikan perusahaan yang dapat berdampak pada pengambilan keputusan terkait alokasi laba perusahaan, seperti pembayaran dividen.

Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah **FCF** (Free Cash Flow). Arus kas yang ada setelah perusahaan membayar seluruh investasi aset tetap dan modal kerja yang dibutuhkan agar menjaga operasinya tetap berjalan dikenal sebagai arus kas bebas. *Free cash flow* (FCF) dapat dibagikan kepada investor untuk pembayaran bunga, dividen, dan pelunasan hutang. Lebih jelasnya, jumlah uang tunai yang tersedia dan dapat dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham tanpa mengganggu operasi bisnis sehari-hari dikenal sebagai arus kas bebas (*free cash flow/FCF*) (Nathaniel & Arfianti, 2020). Entitas dengan FCF tinggi akan memberikan fleksibilitas kepada manajemen dalam menentukan besaran dividen bagi pemegang saham untuk menjaga kepercayaan dan kepuasan investor (Naibaho & Naurah, 2023). Proksi FCF dihitung sebagai berikut: $(\text{laba bersih} + \text{depresiasi} + \text{amortisasi} + \text{beban bunga-belanja modal}) / \text{total assets}$.

Lima variabel kontrol yang digunakan menggunakan ukuran sebagai berikut. Untuk variabel **ROA** (Return on Asset) ukuran yang digunakan $\text{Net Income} / \text{Total Assets}$. Untuk variabel **FS** (*Firm Size*), ukuran yang digunakan adalah $\ln(\text{Total Assets})$. Untuk variabel **AGE** (umur perusahaan), ukuran yang digunakan adalah selisih antara tahun pengamatan dengan tahun pendirian perusahaan. Variabel **CR** (*Current Ratio*) merupakan rasio total aset lancar terhadap hutang lancar. Terakhir variabel **LEV** (leverage) diukur dengan $\text{Total Debt} / \text{Total Equity}$.

Penelitian ini menggunakan **DPR** (*Dividend Payout Ratio*) yang merupakan proksi dari Kebijakan Dividen sebagai variabel dependennya. Persentase laba bersih setelah pajak yang dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham ditunjukkan oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR), yang merupakan pengukur kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Rasio yang lebih tinggi menyiratkan bahwa semakin kecil porsi laba yang disimpan oleh perusahaan untuk mendanai investasinya. Variabel **DPR** ini ditentukan dengan membandingkan total dividen terhadap laba bersih (Deitiana et al., 2021).

Titik perhatian penelitian ini diberikan pada koefisien β_1 , β_2 dan β_3 untuk **Model 1**. Penelitian ini memprediksi bahwa koefisien β_1 positif, yang berarti bahwa Earnings Persistence memiliki pengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen dan koefisien β_2 dan β_3 akan negatif yang menunjukkan bahwa managerial entrenchment menurunkan kebijakan dividen. Sementara itu, untuk **Model 2** titik perhatian penelitian ini diberikan pada koefisien β_9 , β_{10} dan β_{11} . Penelitian ini memprediksi bahwa koefisien β_9 , β_{10} dan β_{11} akan positif, yang berarti bahwa Free Cash Flow memperkuat pengaruh positif Earnings Persistence terhadap Kebijakan Dividen namun memperlemah pengaruh negatif Managerial Entrenchment terhadap Kebijakan Dividen.

Data Sampel dan Teknik Analisis Data

Populasi untuk penelitian ini mencakup seluruh entitas energi yang tercatat di dalam *S&P Capital IQ* pada negara-negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina dan Vietnam) yang terdaftar dari tahun 2019-2023. Khusus untuk variabel *Earnings Persistence*, tahun observasi yang digunakan ialah 2014 sampai dengan 2023. Dari populasi tersebut diambil perusahaan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria pemilihan mencakup: tercatat sebagai emiten pada bursa efek Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina dan Vietnam dalam periode 2014-2023, tidak pernah mengalami delisting dari bursa, laporan tahunan (annual report) tersedia dan sudah diaudit, dan data untuk seluruh variabel yang digunakan dalam penelitian tersedia. Berdasarkan kriteria itu, penelitian ini menggunakan data tahun 2014-2023 dengan jumlah observasi penelitian final mencapai 391 *firm year* mencakup 89 perusahaan sektor energi. Model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian merupakan Regresi Linier Berganda.

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1 di bawah ini memperlihatkan statistik deskriptif untuk 89 perusahaan sampel yang mencakup observasi sebanyak 391 *firm year*.

Tabel 1
Statistik Deskriptif Untuk 89 Perusahaan (391 Observasi)

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
DPR	0.00	0.90	0.3349	0.27905
EP	0.11	0.89	0.4064	0.20837
CEOT	3.00	36.00	11.9847	12.30592
KM	0.05	0.80	0.1886	0.17783
FS	10.47	21.16	15.3649	1.96195
CR	0.12	2.00	1.2913	0.41403
ROA	0.05	2.46	0.3015	0.50135
FA	2.00	68.00	35.4706	13.96364
LEV				

FCF	0.05	0.74	0.2470	0.16449
	0.05	0.60	0.1288	0.10054

Definisi variabel:

- DPR = Kebijakan Dividen, diukur dengan Dividend Payout Ratio (DPR)
 EP = Earnings Persistence, diukur dengan bangun model dasar $E_t = \alpha + \beta E_{t-1} + \varepsilon$
 CEOT = CEO Tenure, masa kerja CEO sejak tahun pengangkatannya
 KM = Kepemilikan Manajerial, diukur dengan proporsi saham yang dimiliki manajer
 FS = Ukuran Perusahaan, diukur dengan $\ln(\text{Total Assets})$
 CR = Likuiditas, diukur dengan Current Ratio (Aset Lancar/Hutang Lancar)
 ROA = Profitabilitas, diukur dengan ROA (Net Income/Total Assets)
 FA = Umur Perusahaan, diukur sejak tahun pendirian perusahaan
 LEV = Leverage, diukur dengan Total Debt/Total Equity
 FCF = Free Cash Flow, merupakan kas bebas setelah pembiayaan modal dihitung

Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 2 di bawah ini menyajikan hasil pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini. Model Penelitian 1 dan 2 masing-masing memiliki nilai *R Square* atau koefisien determinasi sebesar 0,153 dan 0,156. Ini berarti bahwa 15,3% dan 15,6% perubahan Kebijakan Dividen dapat dijelaskan oleh variabel-variabel independen dalam Model Penelitian 1 dan 2. Kemudian, pengujian signifikansi memberikan nilai F Value masing-masing sebesar 7,636 (sig 0,000) dan 5,811 (sig 0,000) dengan tingkat signifikansi $\alpha=1\%$. Besaran ini menunjukkan bahwa model regresi berganda dapat dipakai untuk memprediksi Kebijakan Dividen atau dapat dikatakan bahwa variabel independen dalam kedua model penelitian secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap *Kebijakan Dividen*. Dengan demikian, model penelitian dinyatakan valid dan dapat digunakan untuk menguji hipotesis penelitian.

Tabel 2
Hasil Pengujian Hipotesis Penelitian

Tabel ini memperlihatkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan observasi sebanyak $n=391$. Model penelitian yang diuji adalah sebagai berikut:

Model 1

$$DPR_{i,t} = \alpha + \beta_1 EP_{i,t} + \beta_2 CEOT_{i,t} + \beta_3 KM_{i,t} + \beta_4 FS_{i,t} + \beta_5 CR_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \varepsilon$$

Model 2

$$DPR_{i,t} = \alpha + \beta_1 EP_{i,t} + \beta_2 CEOT_{i,t} + \beta_3 KM_{i,t} + \beta_4 FS_{i,t} + \beta_5 CR_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 (EP_{i,t} * FCF_{i,t}) + \beta_{10} (CEOT_{i,t} * FCF_{i,t}) + \beta_{11} (KM_{i,t} * FCF_{i,t}) + \varepsilon$$

	Model 1			Model 2		
	Koef.	Nilai t	Sig.	Koef.	Nilai t	Sig.
(Constant)	-0.470	-3.558	***0.000	-0.531	-3.585	***0.000
EP	0.054	0.815	0.416	0.057	0.542	0.588
CEOT	0.000	-0.376	0.707	0.001	0.519	0.604
KM	0.179	2.185	**0.029	0.226	1.746	**0.082
FS	0.034	4.387	***0.000	0.036	4.520	***0.000
CR	0.122	3.498	***0.001	0.121	3.446	***0.001
ROA	0.131	4.617	***0.000	0.132	4.638	***0.000
FA	0.000	0.164	0.870	0.000	0.206	0.837
LEV	-0.018	-0.194	0.846	-0.018	-0.202	0.840
FCF	0.228	1.629	*0.104	0.427	1.215	0.225
EP*FCF				-0.043	-0.078	0.938
CEOT*FCF				-0.010	-0.860	0.391
KM*FCF				-0.175	-0.260	0.795

F Value	7.636 (0.000)	5.811 (0.000)
R Square	0,153	0,156

Definisi variabel:

- DPR = Kebijakan Dividen, diukur dengan Dividend Payout Ratio (DPR)
 EP = Earnings Persistence, diukur dengan bangun model dasar $E_t = \alpha + \beta E_{t-1} + \varepsilon$
 CEOT = CEO Tenure, masa kerja CEO sejak tahun pengangkatannya
 KM = Kepemilikan Manajerial, diukur dengan proporsi saham yang dimiliki manajer
 FS = Ukuran Perusahaan, diukur dengan $\ln(\text{Total Assets})$
 CR = Likuiditas, diukur dengan Current Ratio (Aset Lancar/Hutang Lancar)
 ROA = Profitabilitas, diukur dengan ROA (Net Income/Total Assets)
 FA = Umur Perusahaan, diukur sejak tahun pendirian perusahaan
 LEV = Leverage, diukur dengan Total Debt/Total Equity
 FCF = Free Cash Flow, merupakan kas bebas setelah pembiayaan modal dihitung
 * Signifikan pada $\alpha=10\%$
 ** Signifikan pada $\alpha=5\%$
 *** Signifikan pada $\alpha=1\%$

Hasil pengujian atas Hipotesis 1, 2 dan 3 penelitian ini ditunjukkan pada koefisien β_1 , β_2 dan β_3 pada Model Penelitian 1. Penelitian ini memprediksi bahwa koefisien β_1 positif, yang berarti bahwa Earnings Persistence memiliki pengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen dan koefisien β_2 dan β_3 akan negatif yang menunjukkan bahwa managerial entrenchment menurunkan kebijakan dividen. Dari **Tabel 2** di atas dapat dilihat bahwa seluruh koefisien menunjukkan tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, Hipotesis 1, 2 dan 3 yang diajukan dalam penelitian ini DITOLAK.

Sementara itu, hasil pengujian atas Hipotesis 4, 5 dan 6 penelitian ini ditunjukkan pada koefisien β_9 , β_{10} dan β_{11} pada Model Penelitian 2. Penelitian ini memprediksi bahwa koefisien β_9 , β_{10} dan β_{11} akan positif, yang berarti bahwa Free Cash Flow memperkuat pengaruh positif Earnings Persistence terhadap Kebijakan Dividen namun memperlemah pengaruh negatif Managerial Entrenchment terhadap Kebijakan Dividen. Dari **Tabel 2** di atas dapat dilihat bahwa seluruh koefisien menunjukkan angka yang tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, Hipotesis 4, 5 dan 6 yang diajukan dalam penelitian ini juga DITOLAK.

Pengaruh *Earnings Persistence* Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian pada Tabel 2 menunjukkan bahwa *earnings persistence* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Kondisi tersebut menegaskan bahwa Hipotesis 1 dalam penelitian ini ditolak, yang berarti kestabilan laba suatu perusahaan tidak selalu berimbas pada kestabilan pembayaran dividen. Temuan serupa juga ditemukan pada penelitian sebelumnya oleh (Indrayati et al., 2021) yang menjabarkan bahwa *earnings persistence* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Beberapa perusahaan cenderung mengalokasikan arus kas yang tersedia dari laba yang persisten untuk biaya operasional dan kebutuhan ekspansi, sehingga laba yang stabil tidak otomatis berdampak pada peningkatan dividen yang konsisten bagi pemegang saham.

Temuan penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian (Li et al., 2023) yang mengemukakan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara laba yang berkelanjutan dengan kebijakan pembagian dividen. Persistensi laba dianggap sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba secara konsisten dari waktu ke waktu, yang memberikan sinyal positif kepada investor mengenai prospek keberlanjutan profitabilitas perusahaan, yang tercermin melalui kebijakan pembayaran dividen. Laba yang persisten dianggap sebagai indikasi bahwa perusahaan

mampu mempertahankan arus kas yang stabil. Selain itu, temuan penelitian ini bertentangan dengan teori sinyal yang menyatakan bahwa perusahaan yang membayar dividen dianggap memiliki kesuksesan finansial jangka panjang yang lebih stabil dan lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membayar dividen.

Pengaruh *CEO Tenure* Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian pada Tabel 2 menunjukkan bahwa *CEO tenure* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Kondisi tersebut menegaskan bahwa Hipotesis 2 dalam penelitian ini ditolak, yang berarti tingginya *CEO tenure* para pemimpin perusahaan tidak selalu sejalan dengan peningkatan kecenderungan oportunisme manajerial. Tingginya *CEO tenure* pemimpin suatu perusahaan tidak selalu berimbas pada rendahnya pembayaran dividen. Dengan kata lain, meskipun seorang CEO telah menjabat dalam waktu yang lama, hal ini tidak secara otomatis berarti bahwa perusahaan akan mengurangi atau menahan pembayaran dividen. Peneliti tidak menemukan hasil penelitian yang selaras dengan hasil penelitian ini.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan temuan terdahulu oleh (Di Meo et al., 2017) yang mengemukakan bahwa CEO dengan waktu jabatan yang lama cenderung memiliki fokus utama untuk mempertahankan kendali atas perusahaan dan menciptakan stabilitas dalam kepemimpinannya. Oleh karena itu, *entrenched CEO* lebih memilih untuk menahan laba dan menginvestasikannya dalam ekspansi usaha, pengembangan produk, atau proyek lainnya yang dianggap dapat meningkatkan nilai perusahaan dalam waktu panjang.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian pada Tabel 2 menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Kondisi tersebut menegaskan bahwa Hipotesis 3 dalam penelitian ini ditolak, yang berarti semakin tinggi kepemilikan manajerial tidak menjamin bahwa pembayaran dividen akan semakin rendah. Hasil penelitian ini mencerminkan bahwa *entrenched manager* dengan kepemilikan manajerial memiliki kepentingan finansial dalam perusahaan, sehingga memiliki kecenderungan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham karena para manajer tersebut juga merupakan pemegang saham. Peneliti tidak menemukan penelitian yang selaras dengan hasil penelitian ini.

Temuan penelitian ini bertentangan pula dengan penelitian (Bilel, 2020) yang menyatakan bahwa keputusan perusahaan untuk membagikan dividen dipengaruhi secara signifikan oleh seberapa besar kekuasaan manajer (*managerial entrenchment*) dalam perusahaan. Jika manajer memiliki kepemilikan saham yang tinggi, perusahaan cenderung menetapkan rasio pembayaran dividen yang lebih kecil. Penelitian terdahulu oleh (Gyimah & Gyapong, 2021), menyatakan bahwa perusahaan dengan *entrenched manager* membayar dividen hanya jika terdapat permintaan investor atau tekanan eksternal terhadap perusahaan.

***Free Cash Flow* dalam Memoderasi Pengaruh *Earnings Persistence* Terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil pengujian pada Tabel 2 menunjukkan bahwa FCF tidak mampu memoderasi pengaruh *earnings persistence* terhadap kebijakan dividen. Kondisi tersebut menegaskan bahwa Hipotesis 4 dalam penelitian ini ditolak, yang berarti meskipun perusahaan memiliki tingkat FCF yang tinggi, hal tersebut tidak menjamin bahwa laba yang diperoleh akan bersifat persisten dan dapat dibagikan sebagai pembayaran dividen. Atau dengan kata lain, tingginya FCF tidak selalu berkontribusi dalam memperkuat hubungan antara *earnings persistence* dan kebijakan dividen,

sehingga faktor ini tidak cukup untuk memengaruhi keputusan manajemen dalam penentuan kebijakan dividen berdasarkan laba yang berkelanjutan. Peneliti tidak dapat menemukan penelitian yang selaras maupun tidak selaras dengan hasil penelitian ini dikarenakan referensi penelitian yang menggunakan variabel moderasi *free cash flow* masih sangat minim.

***Free Cash Flow* dalam Memoderasi Pengaruh *CEO Tenure* Terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil pengujian pada Tabel 2 menunjukkan bahwa FCF tidak mampu memoderasi pengaruh *CEO tenure* terhadap kebijakan dividen. Kondisi tersebut menegaskan bahwa Hipotesis 5 dalam penelitian ini ditolak, yang berarti meskipun perusahaan memiliki tingkat FCF yang tinggi, keadaan tersebut tidak menjamin *entrenched manager* akan membagikan dana yang tersedia sebagai pembayaran dividen. Ketersediaan dana yang cukup tidak serta merta menjamin bahwa *entrenched CEO* akan membagikan dividen kepada pemegang saham karena mempertimbangkan kepentingan strategis perusahaan lainnya. Peneliti tidak dapat menemukan penelitian yang selaras maupun tidak selaras dengan hasil penelitian ini dikarenakan referensi penelitian yang menggunakan variabel moderasi *free cash flow* masih sangat minim.

***Free Cash Flow* dalam Memoderasi Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen**

Hasil pengujian pada Tabel 2 menunjukkan bahwa FCF tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Kondisi tersebut menegaskan bahwa Hipotesis 6 dalam penelitian ini ditolak, yang berarti meskipun perusahaan memiliki tingkat FCF yang tinggi, keadaan tersebut tidak menjamin perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi untuk membagikan dana yang tersedia sebagai pembayaran dividen. Ketersediaan FCF yang tinggi dapat memberikan kesempatan bagi *entrenched manager* dengan kepemilikan manajerial untuk mempertahankan kontrol atas posisi yang dimiliki sehingga enggan untuk mendistribusikan dividen. Peneliti tidak dapat menemukan penelitian yang selaras maupun tidak selaras dengan hasil penelitian ini dikarenakan referensi penelitian yang menggunakan variabel moderasi *free cash flow* masih sangat minim.

5. IKHTISAR HASIL PENELITIAN DAN SIMPULAN

Penelitian ini menguji pengaruh Earnings Persistence dan Managerial Entrenchment terhadap Kebijakan Dividen. Mendasarkan diri pada agency theory, penelitian ini ingin melihat apakah kebijakan diskresi oleh manajemen dalam memberikan dividen dipengaruhi oleh kualitas laba dan benturan kepentingan manajemen. Juga, penelitian ingin menguji apakah free cash flow sebagai bentuk kesehatan keuangan perusahaan dapat memoderasi pengaruh Earnings Persistence dan Managerial Entrenchment terhadap Kebijakan Dividen.

Dalam pengujian hipotesis, penelitian ini menggunakan regresi linear berganda untuk meregresikan *Kebijakan Dividen* (diukur dengan Dividend Payout Ratio) terhadap Earnings Persistence dan Managerial Entrenchment dan interaksinya dengan Free Cash Flow, dengan menggunakan data tahun 2014-2023 untuk 89 perusahaan sektor Energi yang terdaftar pada Bursa Efek negara-negara ASEAN (381 firm-year).

Hasil pengujian dalam penelitian ini menunjukkan bahwa seluruh hipotesis DITOLAK. Penelitian ini tidak dapat memberikan bukti empiris mengenai pengaruh Earnings Persistence dan Managerial Entrenchment terhadap Kebijakan Dividen. Juga, pengaruh moderasi dari Free Cash Flow tidak dapat dibuktikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Allani, G., Mard, Y., Allani, G., Mard, Y., Policy, D., Quality, E., Relationship, A. C., Mard, Y., & Auvergne, U. C. (2024). *Dividend Policy and Earnings Quality : A Curvilinear Relationship To cite this version : HAL Id : hal-04415679 Dividend Policy and Earnings Quality : A Curvilinear Relationship*.
- Amalia, E. W., & Dura, J. (2022). Pengaruh Managerial Entrenchment, Struktur Modal, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Kualitas Laba. *JAS (Jurnal Akuntansi Syariah)*, 6(1), 1–14. <https://doi.org/10.46367/jas.v6i1.525>
- Amin, N. F., Garancang, S., & Abunawas, K. (2023). Konsep Umum Populasi dan Sampel dalam Penelitian. *Jurnal Pilar*, 14(1), 15–31.
- Annah, A., & Suhendah, R. (2023). Faktor Yang Mempengaruhi Earnings Quality Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 5(1), 312–320. <https://doi.org/10.24912/jpa.v5i1.22389>
- Bilel, H. (2020). Does entrenchment of managers affect entrepreneurial dividend decision and investor sentiment? *Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 14(3), 275–288. <https://doi.org/10.1108/apjie-10-2019-0072>
- Canina, L., & Potter, G. (2019). Determinants of Earnings Persistence and Predictability for Lodging Properties. *Cornell Hospitality Quarterly*, 60(1), 40–51. <https://doi.org/10.1177/1938965518791729>
- Caskey, J., & Hanlon, M. (2013). Dividend Policy at Firms Accused of Accounting Fraud. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 818–850. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01173.x>
- Chang, K., Kang, E., & Li, Y. (2016). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis. *Journal of Business Research*, 69(7), 2551–2559. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2015.10.088>
- Damanik, M. W., Ndraha, J. S., & Afrilia, D. (2023). Analisis Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur. *MUFAKAT: Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Akutansi*, Vol 2, No.
- Dawis, A., Meylani, Y., Heryana, N., Alfathoni, M., Sriwahyuni, E., Ristiyana, R., Januarsi, Y., Wiratmo, P., Dasman, S., Mulyani, S., Agit, A., Shoffa, S., & Baali, I. (2023). *PENGANTAR METODOLOGI PENELITIAN*.
- Deitiana, T., Yap, S., & Ersania. (2021). Dividend Payout Ratio Dan Faktor Yang Mempengaruhinya Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Di Bursa Efek Indonesia. *Media Bisnis*, 12(2), 119–126. <https://doi.org/10.34208/mb.v12i2.916>
- Di Meo, F., García Lara, J. M., & Surroca, J. A. (2017). Managerial entrenchment and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(5), 399–414. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2017.07.003>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659. <http://www.jstor.org/stable/1805130>
- Fagbemi, T. O., Osemene, O. F., & Agbaje, O. (2020). Management Entrenchment, Firm Characteristics and Earnings Management Of Conglomerate Companies In Nigeria. *Jurnal Administrasi Bisnis*, 9(1), 1–14. <https://doi.org/10.14710/jab.v9i1.28576>
- Firizq, N. K., Rahmiyati, N., & Ratnawati, T. (2019). Dampak Manajemen Aset Dan Manajemen Utang Terhadap Likuiditas Dan Profitabilitas BUMN Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *JMM17 Jurnal Ilmu Ekonomi Dan Manajemen*, 6(01), 16–27.

- <https://doi.org/10.30996/jmm17.v6i01.2445>
- Florackis, C., Kostakis, A., & Ozkan, A. (2009). Managerial ownership and performance. *Journal of Business Research*, 62(12), 1350–1357. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.12.001>
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). Costs of Capital and Earnings Attributes. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.414125>
- Frankel, R., & Litov, L. (2009). Earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 47(1–2), 182–190. <https://doi.org/10.1016/J.JACCECO.2008.11.008>
- Guermaz, A., & Bouri, A. (2017). *The Effect of Free Cash Flow on the Relationship Between Managerial Entrenchment and Debt : Evidence From French Firms*. 8(2), 77–85.
- Gyimah, D., & Gyapong, E. (2021). Managerial entrenchment and payout policy: A catering effect. *International Review of Financial Analysis*, 73(January), 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101600>
- Hambrick, D. C., & Fukutomi, G. D. S. (1991). The Seasons of a CEO's Tenure. *The Academy of Management Review*, 16(4), 719–742. <https://doi.org/10.2307/258978>
- Hasan, J. M., & Septiningrum, L. D. (2023). PENGARUH EFFECTIVE TAX RATE, ARUS KAS, DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN (Studi Empiris Pada Perusahaan Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI Periode 2017-2021). *SCIENTIFIC JOURNAL OF REFLECTION: Economic, Accounting, Management and Business*, 6(4), 820–829. <https://doi.org/10.37481/sjr.v6i4.743>
- Indrayati, Rachmat, B., & Slamet. (2021). Assets Growth, Earnings Persistence, Investment Opportunity Set and Earnings Management on Dividend Policy and Firm Value (Study at Bank Companies in Indonesia). *Journal of Southwest Jiaotong University*, 56(2), 220–234. <https://doi.org/10.35741/issn.0258-2724.56.2.18>
- Lang, L. H. P., & Litzenberger, R. H. (1989). Dividend announcements. Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? *Journal of Financial Economics*, 24(1), 181–191. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90077-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90077-9)
- Lestari, I. A., & Agustiningsih, W. (2023). Pengaruh struktur modal, ukuran perusahaan, dan perencanaan pajak terhadap profitabilitas. *AKURASI: Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 5(2), 113–128. <https://doi.org/10.36407/akurasi.v5i2.909>
- Li, W., Jingqi, Z., & Chen, L. (2023). Cash dividends, return on equity and earnings persistence. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 36(1), 2298–2319. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2097106>
- Makhsun, A., Yuliansyah, Y., Pahlevi, M. R., Razimi, M. S. B. A., & Muhammad, I. (2018). Persistence of earnings after IFRS adoption in banking companies listed on Indonesian stock exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(Specialissue), 1–6.
- Maulita, N. A., & Dewi, N. G. (2023). Pengaruh Leverage, Likuiditas, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kualitas Laba. *Jurnal Bina Akuntansi*, 10(2), 432–445.
- Meila, K. D. (2021). Pengaruh Perencanaan Pajak, Free Cash Flow Dan Earning Pressure Terhadap Manajemen Laba Pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bei Periode 2017- 2019. *Jurnal Bisnis, Ekonomi, Dan Sains*, 01(1), 10–20. <https://doi.org/10.37278/insearch.v20i2.424>
- Mohamed, B. (2021). Managerial Entrenchment and Firm Performance: Evidence from Moroccan Listed Companies. *Central European Management Journal*, 29(3), 40–62. <https://doi.org/10.7206/cemj.2658-0845.53>
- Mursalim. (2011). Likuiditas Saham, Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*

- Dan Auditing Indonesia*, 15, 21–29.
- Mutmainnah, M., Puspitaningtyas, Z., & Puspita, Y. (2019). The Influence of Dividend Policy, Investment Decisions, Firm Size and Managerial Ownership on Firm Value. *Buletin Studi Ekonomi*, 24(1), 18.
- Naibaho, E. A. B., & Naurah, Z. (2023). Free Cash Flow in Moderated Capital Structure, Profitability, Institutional Ownership on Dividend Policy. *Jrak*, 15(2), 198–208.
- Nathaniel, F., & Arfianti, R. I. (2020). Moderasi Free Cash Flow Terhadap Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Earnings Response Coefficient. *Jurnal Akuntansi*, 8(2). <https://doi.org/10.46806/ja.v8i2.617>
- Oktavira, Rowina. Mudjijah, S. (2021). Oikos: Jurnal Kajian Pendidikan Ekonomi dan Ilmu Ekonomi, PENGARUH CURRENT RATIO, DEBT TO EQUITY RATIO, TOTAL ASSET TURNOVER, DAN FIRM SIZE TERHADAP PROFITABILITAS (Pada Perusahaan Sub Sektor Tekstil Dan Garmen yang Terdaftar pada BEI Periode 2015-2020). *Jurnal Kajian Pendidikan Ekonomi Dan Ilmu Ekonomi*, VII(1), 62–71.
- Pangestika, M., Mayasari, I., & Kurniawan, A. (2021). Pengaruh DAR dan TATO terhadap ROA pada Perusahaan Subsektor Makanan dan Minuman di BEI Tahun 2014-2020. *Indonesian Journal of Economics and Management*, 2(1), 197–207. <https://doi.org/10.35313/ijem.v2i1.3137>
- Parsian, H., & Koloukhi, A. S. (2014). A study on the effect of free cash flow and profitability current ratio on dividend payout ratio: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 4, 63–70. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2013.11.033>
- Prof. Dr. Suryana, Ms. (2012). Metodologi Penelitian : Metodologi Penelitian Model Praktis Penelitian Kuantitatif dan Kualitatif. *Universitas Pendidikan Indonesia*, 1–243. <https://doi.org/10.1007/s13398-014-0173-7.2>
- Putri, N. R., & Irawati, W. (2019). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Effective Tax Rate terhadap Kebijakan Dividen dengan Likuiditas sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Kajian Akuntansi*, 3(1), 93. <https://doi.org/10.33603/jka.v3i1.1971>
- Rozeff, M. S. (1982). GROWTH, BETA AND AGENCY COSTS AS DETERMINANTS OF DIVIDEND PAYOUT RATIOS. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>
- Shen, W. (2003). The Dynamics of the CEO-Board Relationship: An Evolutionary Perspective. *The Academy of Management Review*, 28(3), 466–476. <https://doi.org/10.2307/30040733>
- Sherine, & Setijaningsih, H. T. (2024). *Faktor yang Memengaruhi Kebijakan Dividen... VI*(2), 549–559.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment. The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123–139. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review*, 71(3), 289–315. <https://doi.org/10.2469/dig.v27.n1.5>
- Suhandi, N., & Sutrisno, P. (2022). the Effect of Earnings Persistence, Systematic Risk, and Conservatism on Earnings Response Coefficient. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 24(1), 87–100. <https://doi.org/10.34208/jba.v24i1.972>
- Usboko, Y., & Ayu W, P. (2024). Manajerial Entrenchment dan Earnings Management. *Journal of Economic, Management, Accounting and Technology*, 7(1), 1–8. <https://doi.org/10.32500/jematech.v7i1.2625>