

**PERANAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DALAM MEMODERASI
KARAKTERISTIK KEUANGAN TERHADAP PEMBAYARAN DIVIDEN
TUNAI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERDAFTAR
DI BURSA EFEK INDONESIA (2010-2021)**

(Tesis)

Oleh:

**Budi Kirana Putra
NPM 2121011036**



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS LAMPUNG**

2025

**PERANAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DALAM MEMODERASI
KARAKTERISTIK KEUANGAN TERHADAP PEMBAYARAN DIVIDEN
TUNAI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERDAFTAR
DI BURSA EFEK INDONESIA (2010-2021)**

Oleh:

**Budi Kirana Putra
NPM 2121011036**

Tesis

Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar

MAGISTER MANAJEMEN



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS LAMPUNG**

2025

ABSTRAK

PERANAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DALAM MEMODERASI KARAKTERISTIK KEUANGAN TERHADAP PEMBAYARAN DIVIDEN TUNAI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (2010-2021)

Oleh

Budi Kirana Putra

Penelitian ini menganalisis pengaruh karakteristik keuangan—termasuk profitabilitas, likuiditas, leverage, arus kas bebas, dan ukuran perusahaan—terhadap kebijakan dividen tunai, dengan kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi dalam kerangka teori keagenan. Metode penelitian kuantitatif berbasis pengujian hipotesis diterapkan pada data panel tahunan 2010–2021 dari 85 emiten manufaktur BEI, dianalisis melalui Moderated Regression Analysis dengan pendekatan Feasible Generalized Least Square SUR.

Temuan mengungkapkan bahwa likuiditas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap dividen, sementara profitabilitas, leverage, dan arus kas bebas tidak berdampak langsung. Kepemilikan institusional terbukti memperkuat hubungan likuiditas dan ukuran perusahaan dengan dividen, tetapi tidak memoderasi pengaruh tiga variabel lainnya. Hasil ini mendukung teori keagenan dengan menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak hanya ditentukan oleh kinerja keuangan, melainkan juga oleh interaksi kompleks antara mekanisme pengawasan eksternal dan praktik tata kelola perusahaan.

Kata kunci : biaya keagenan, dividen, kepemilikan institusional, profitabilitas, likuiditas, leverage, arus kas bebas, ukuran perusahaan, dan moderasi

ABSTRACT

THE ROLE OF INSTITUTIONAL OWNERSHIP IN MODERATING FINANCIAL CHARACTERISTICS ON CASH DIVIDEND PAYMENTS IN MANUFACTURING COMPANIES LISTED ON THE INDONESIAN STOCK EXCHANGE (2010-2021)

By

Budi Kirana Putra

This study examines the influence of profitability, liquidity, leverage, free cash flow, and firm size on cash dividend payments, with institutional ownership as a moderating factor in the context of agency theory. The research employs hypothesis testing methodology using annual data from 2010 to 2021 for 85 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange, analyzed through panel data regression. The study utilizes Moderated Regression Analysis with the Feasible Generalized Least Square SUR method.

The results indicate that profitability, leverage, and free cash flow do not have significant direct effects on dividends, while liquidity and firm size show significant positive influences. In terms of moderation, institutional ownership effectively moderates the relationship between liquidity and firm size with dividends, but fails to moderate the effects of profitability, leverage, and free cash flow on dividends. These findings strengthen the agency theory perspective, demonstrating that dividend decisions are not solely determined by financial indicators but also by complex corporate governance dynamics and external monitoring mechanisms.

Keywords: *agency costs, dividends, institutional ownership, profitability, liquidity, leverage, free cash flow, firm size, and moderation.*

Judul Tesis

: PERANAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
DALAM MEMODERASI KARAKTERISTIK
KEUANGAN TERHADAP PEMBAYARAN
DIVIDEN TUNAI PADA PT PERUSAHAAN
MANUFAKTUR TERDAFTAR DI BURSA EFEK
INDONESIA (2010-2021)

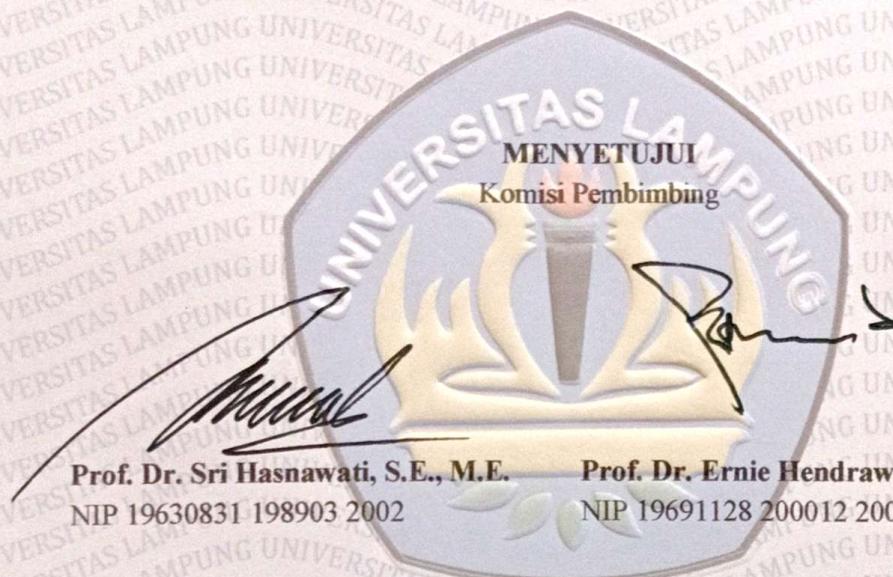
Nama Mahasiswa

Budi Kirana Putra

Nomor Pokok Mahasiswa : 2121011036

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Program Studi : Program Pascasarjana Magister Manajemen Fakultas
Ekonomi Dan Bisnis Universitas Lampung



Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E.

NIP 19630831 198903 2002

Prof. Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si.

NIP 19691128 200012 2001

Ketua Program Studi Magister Ilmu Manajemen

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Lampung

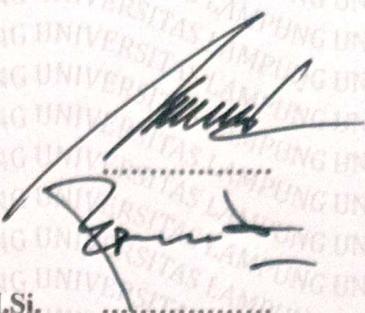
Dr. Roslina, S.E., M.Si.

NIP 19770711 200501 2002

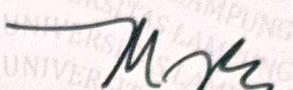
MENGESAHKAN

1. Komisi Pengaji

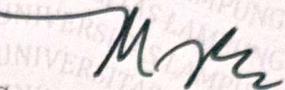
Ketua Pengaji : **Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E.**



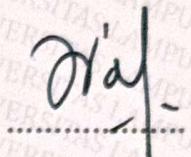
Sekretaris Pengaji : **Prof. Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si.**



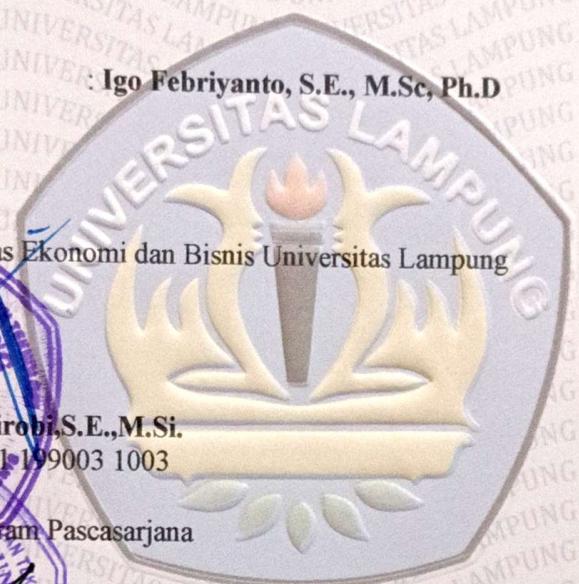
Pengaji I : **Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc.**



Pengaji II : **Igo Febriyanto, S.E., M.Sc, Ph.D**



2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung



Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si.

NIP 19660621 199003 1003

Direktur Program Pascasarjana

Prof. Dr. Ir. Murhadi, M.Si.

NIP 19640326 198902 1001

Tanggal Lulus Ujian Tesis : **5 Juni 2025**

LEMBAR PERNYATAAN KEASLIAN KARYA ILMIAH

Dengan ini saya menyatakan dengan sebenarnya bahwa :

1. Tesis dengan judul **“Peranan Kepemilikan Institusional Dalam Memoderasi Karakteristik Keuangan Terhadap Pembayaran Dividen Tunai Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (2010-2021)”** Adalah karya saya sendiri dan saya tidak melakukan penjiplakan atau pengutipan atas karya orang lain dengan cara yang tidak sesuai dengan tata etika ilmiah yang berlaku dalam masyarakat akademik atau yang disebut **Plagiarisme**.
2. Hak intelektual atas karya ilmiah ini diserahkan sepenuhnya kepada Universitas Lampung.

Atas pernyataan ini, apabila dikemudian hari ternyata ditemukan adanya ketidakbenaran, Saya bersedia menanggung akibat dan sanksi yang diberikan kepada saya, saya bersedia dan sanggup dituntut sesuai dengan hukum yang berlaku.

Bandar Lampung, 12 Juni 2025
Peneliti



Budi Kirana Putra
NPM 2121011036

RIWAYAT HIDUP

Penulis diberikan nama oleh orang tua dengan nama Budi Kirana Putra, atau akrab disapa Budi, lahir di Kendal, Jawa Tengah pada tanggal 4 Februari 1986. Penulis merupakan anak kedua dari tiga bersaudara dari pasangan Bapak Sukirno, S.Pd (Alm) dan Ibu Tupiyati, S.Pd. Pendidikan yang pernah ditempuh peneliti adalah Taman Kanak-kanak Teruna Tambahrejo diselesaikan pada tahun 1992, Sekolah Dasar Negeri 1 Tambahrejo diselesaikan pada tahun 1999, Sekolah Menengah Pertama Negeri 1 Sukorejo diselesaikan pada tahun 2001 ,Sekolah Menegah Atas Negeri 1 Magelang diselesaikan pada tahun 2004, melanjutkan pendidikan Diploma Tiga (D3) di Sekolah Tinggi Akuntansi Negara (2004-2007), kemudian melanjutkan ke jenjang Sarjana (S1) pada ABFII Perbanas pada jurusan Akuntansi diselesaikan pada tahun 2014. Pada tahun 2021 peneliti melanjutkan jenjang pendidikan Strata (S2) di Universitas Lampung dengan program studi Magister Manajemen, konsentrasi Manajemen Keuangan.

MOTTO

“Allah tidak membebani seseorang melainkan sesuai dengan kesanggupannya.”

(QS Al – Baqarah 286)

“Dan barang siapa yang bertaqwa kepada Allah, niscaya Allah menjadikan baginya kemudahan dalam urusannya.”

(QS At – Talaq 4)

“Sesungguhnya bersama kesulitan ada kemudahan.”

(QS. Al-Insyirah: 6)

“Barangsiaapa yang menempuh suatu jalan dalam rangka menuntut ilmu, maka Allah akan mudahkan baginya jalan menuju surga.”

(HR Muslim)

PERSEMBAHAN

Bismillahirrohmaanirrahim

Syukur Alhamdulillah atas kehadirat Allah Subhanahu wata'ala
dan Sholawat serta Salam atas Nabi Muhammad Sholawallohu'alaihi wassalam.
Dengan segala nikmat dan karunia-Nya kepada peneliti sehingga dapat menyelesaikan tesis
ini dengan baik.

Dengan mengucap syukur atas rahmat Allah Subhanahu wata'ala,
kupersembahkan tesis ini Kepada :

Kedua orangtuaku yang telah memberikan doa,dukungan dan kasih sayang.
Keluarga tercinta istri dan anak-anak yang penuh kasih sayang memberikan doa dan
dukungan

Seluruh Dosen yang telah berjasa, Membimbing, Mengarahkan dan Memberikan
Pengetahuan.

Almamater Tercinta, Universitas Lampung.

SANWACANA

Bismillahirrohmaanirohim,

Alhamdulillah puji syukur atas kehadirat Allah Subhanahu wata'ala. yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya, sehingga peneliti dapat menyelesaikan tesis ini yang berjudul **“Peranan Kepemilikan Institusional Dalam Memoderasi Karakteristik Keuangan Terhadap Pembayaran Dividen Tunai Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (2010-2021)”.**

Tujuan pembuatan Tesis ini adalah sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan pendidikan dan memperoleh gelar Master Manajemen di Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampung.

Dalam proses penyusunan tesis ini, peneliti banyak mendapatkan bantuan dari berbagai pihak, baik itu dukungan moril ataupun materiil. Oleh sebab itu, pada kesempatan ini peneliti ingin mengucapkan rasa hormat dan terimakasih yang tulus kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Ir. Murhadi, S.E., M.Si., selaku Direktur Pascasarjana Universitas Lampung.
2. Bapak Prof. Dr. Nairobi,S.E.,M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. Ibu Dr. Roslina,S.E.,M.Si.,selaku Ketua Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung atas kesediaannya dalam memberikan bimbingan, pengetahuan, kritik dan saran, serta motivasi agar peneliti dapat menyelesaikan penelitian ini.
4. Ibu Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E., selaku Dosen Pembimbing Utama, yang telah memberikan keluangan waktu, pengetahuan, bimbingan, saran dan arahan, serta motivasi kepada peneliti sehingga peneliti dapat menyelesaikan penelitian ini

dengan sebaik-baiknya.

5. Ibu Prof. Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si., selaku Dosen Pembimbing Pendamping, atas kesediaannya dalam memberikan keluangan waktu bimbingan, pengetahuan, kritik dan saran, serta motivasi agar peneliti dapat menyelesaikan penelitian ini dengan sebaik baiknya.
6. Bapak Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc., selaku Dosen Pembahas atas kesediannya dalam memberikan pengetahuan, arahan, kritik, dan saran dalam proses penulisan tesis ini.
7. Bapak Dr. Irham Lihan, S.E., M.Si., selaku Dosen Pembahas terimakasih atas kesediaannya dalam memberikan pengetahuan, kritik, dan saran dalam proses penulisan tesis ini.
8. Bapak Igo Febriyanto, S.E., M.Sc, Ph.D, selaku Dosen Pembahas terimakasih atas kesediaannya dalam memberikan arahan, perbaikan, kritik, dan saran dalam proses penulisan tesis ini.
9. Bapak dan Ibu Dosen beserta Staf dan Karyawan Program Studi Magister Manajemen, atas segala ilmu dan pengetahuan yang telah diberikan kepada peneliti.
10. Kedua orangtuaku tercinta Ayahanda Sukirno, S.Pd. (Alm) dan Ibunda Tupiyati, S.Pd. yang telah membeskarkanku, merawatku,memberikan pendidikan ilmu agama dan ilmu kehidupan, memberikan dukungan materiil maupun moril. Terimakasih atas semua doa, pengorbanan,kasih sayang yang tiada henti selalu dicurahkan untukku.
11. Istri tercinta Bdn. Elis Nurfarida Ahmad, S.Tr.Keb. yang selalu mendoakan dan mendukung serta memberikan semangat, anak-anak tercinta Aisyah AzZahra, Ihsan Fahmi Ammar, dan Arsyila Fariza yang mendoakan abi selalu dan memberikan inspirasi untuk terus bangkit.
12. Mas Andri Kasrani, S.Pd. terima kasih atas kesediaan serta kesabaran dalam

membantu proses perkuliahan hingga peneliti menyelesaikan tesis ini.

13. Untuk teman-teman seperjuangan seluruh angkatan MM21 yang tidak bisa disebutkan satu persatu. Terimakasih atas kebersamaan dan rasa kekeluargaan, semoga silahturahmi dapat terjaga dengan baik setelah lulus Magister Manajemen Unila.
14. Keluarga Besar Kantor Pajak Pratama Bandar Lampung Satu dan Kantor Pajak Madya Bandar Lampung yang selalu mendukung dan memberikan pengertian ketika peneliti sedang membagi waktu antara pekerjaan dan perkuliahan.
15. Terimakasih untuk Almamater Tercinta Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
16. Semua pihak yang telah membantu, memberikan kritik, saran, motivasi serta doa yang tulus kepada peneliti yang tidak dapat disebutkan satu persatu peneliti ucapan terimakasih yang sebesar-besarnya.
17. Akhir kata, peneliti menyadari bahwa Tesis ini masih jauh dari kesempurnaan, akan tetapi sedikit harapan semoga Tesis ini dapat berguna dan bermanfaat bagi kita semua.

Bandar Lampung, 12 Juni 2025

Peneliti

Budi Kirana Putra

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
ABSTRAK	ii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL.....	vi
DAFTAR GAMBAR	vii
DAFTAR LAMPIRAN	viii
I. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Penelitian	1
1.2 Rumusan Masalah	5
1.3 Tujuan Penelitian	6
1.4 Manfaat Penelitian	6
II. TINJAUAN PUSTAKA	7
2.1 Landasan Teori	7
2.1.1 Pembayaran Dividen dari Perspektif <i>Agency Theory</i>	7
2.1.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Pembayaran Dividen ..	9
2.1.3 Kebijakan Pembayaran Dividen	10
2.1.4 Profitabilitas	11
2.1.5 Likuiditas	13
2.1.6 <i>Leverage</i>	14
2.1.7 Arus Kas Bebas (<i>Free Cash Flow</i>).....	15
2.1.8 Ukuran Perusahaan	15
2.1.9 Kepemilikan Institusional dan Konflik Keagenan	16
2.2 Review Penelitian Terdahulu	17
2.3 Kerangka Konsep	21
2.4 Pengembangan Hipotesis	24
III. METODE PENELITIAN	31
3.1 Jenis Penelitian	31
3.2 Lokasi dan Waktu Penelitian	31
3.3 Populasi dan Sampel	31
3.4 Metode Pengumpulan Data	33
3.5 Definisi Operasional dan Metode Pengukuran Variabel	33
3.6 Metode Analisis Data	37
3.6.1 Prosedur Analisis Data	37
3.6.2 Pemeriksaan dan Penyaringan Data	39
3.6.3 Estimasi Model Regresi	42
3.6.4 Pemilihan Model Regresi	43
3.6.5 Uji Asumsi Klasik	45
3.6.6 Analisis <i>Mean Centering</i>	48
3.6.7 Regresi <i>Feasible General Least Square</i> (FGLS)	49

3.6.8 Uji Hipotesis	50
3.6.9 Interpretasi Model Regresi	51
IV. HASIL DAN PEMBAHASAN	54
4.1 Hasil Penelitian	54
4.1.1 Statistik Deskriptif	54
4.1.2 Pemilihan Model Estimasi Regresi	59
4.1.3 Uji Asumsi Klasik	61
4.1.4 Hasil Analisis Regresi	65
4.1.5 Hasil Uji Hipotesis	65
4.1.6 Interpretasi Model Regresi	70
4.2 Pembahasan	71
4.2.1 Pengaruh Profitabilitas terhadap Pembayaran Dividen	71
4.2.2 Pengaruh Likuiditas terhadap Pembayaran Dividen	72
4.2.3 Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Pembayaran Dividen	73
4.2.4 Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Pembayaran Dividen	73
4.2.5 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Pembayaran Dividen ...	75
4.2.6 Peran Kepemilikan Institusional terhadap Pembayaran Dividen	76
IV. SIMPULAN DAN SARAN	85
5.1 Simpulan	85
5.2 Saran	88

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
3.1 Resume Kriteria Sampel	33
3.2 Klasifikasi Jenis Moderasi	37
4.1 Hasil Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	54
4.2 Hasil Uji Statistik F (Uji Chow)	59
4.3 Hasil Uji Hausman	60
4.4 Hasil Uji Pemodelan Regresi <i>Fixed Effect</i>	60
4.5 Hasil Uji Multikolinearitas	62
4.6 Hasil Uji Heteroskedastisitas	63
4.7 Hasil Uji Serial Korelasi	64
4.8 Hasil Uji Regresi <i>Feasible General Least Square</i> (FGLS) with SUR (PCSE)	66
4.9 Hasil Uji Hipotesis	68

DAFTAR GAMBAR

Gambar/ Grafik	Halaman
1.1 Grafik Data Pembayar Dividen	1
2.1 Kerangka Konseptual	24
3.1 Prosedur Analisis Data	39
4.1 Hasil Uji Normalitas	61

DAFTAR LAMPIRAN

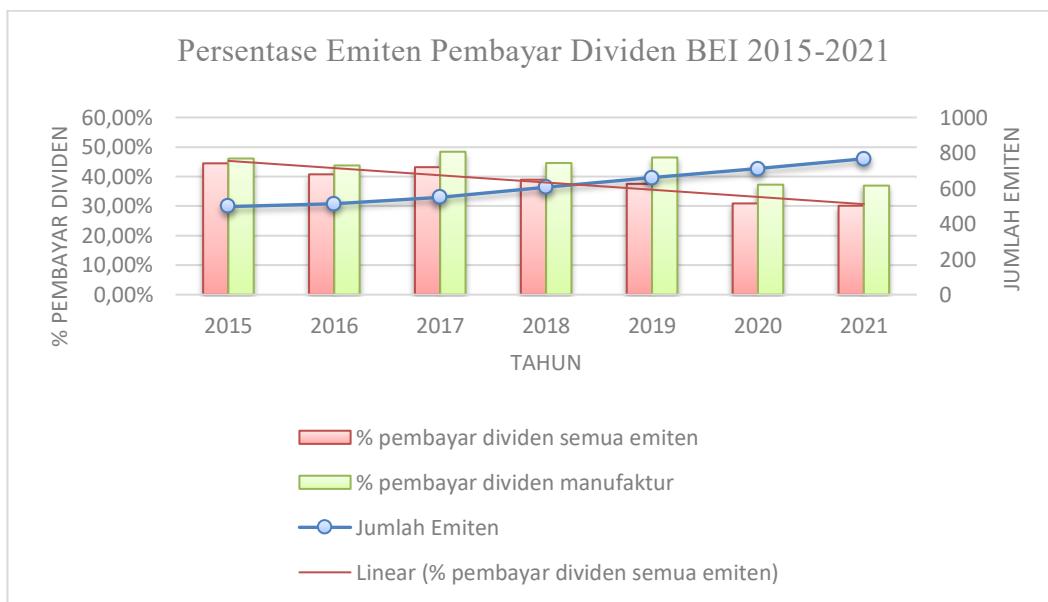
Lampiran	Halaman
1. Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur	L.1-1
2. Kriteria Sampel Penelitian	L.2-1
3. Hasil Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	L.3-1
4. Hasil Uji Statistik F (Uji Chow)	L.4-1
5. Hasil Uji Hausman	L.5-1
6. Hasil Uji Pemodelan <i>Fixed Effect</i>	L.6-1
7. Hasil Uji Multikolinearitas dengan <i>Pairwise Correlation</i>	L.7-1
8. Hasil Uji Heteroskedastisitas	L.8-1
9. Hasil Uji Auto Korelasi <i>Breusch Godfrey LM Test</i>	L.9-1
10. Pemodelan Regresi Setelah dilakukan <i>Mean Centering</i> pada FEM	L.10-1
11. Hasil Uji Regresi <i>Feasible General Least Square</i> (FGLS) with SUR (PCSE)	L.11-1
12. ResUME Uji Hipotesis Persamaan Regresi	L.12-1
13. Tabulasi Data Panel Variabel Penelitian Perusahaan Sampel Manufaktur Tahun 2010-2021 (<i>Data awal sebelum proses imputasi</i>).....	L13-1

I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Investor dalam menjalankan investasi memiliki tujuan untuk mendapatkan pengembalian yang lebih dari apa yang telah mereka investasikan. Dalam aktivitas pasar saham, investor memiliki ekspektasi atas investasi yang dilakukannya, yaitu berupa dividen dan *capital gain* (Wahjudi, 2019). Keputusan pembayaran dividen tidak hanya bergantung pada hasil keuangan dan distribusi arus kas. Keputusan manajer tentang pembayaran dividen dapat ditentukan oleh lindung nilai dana (*hedge funds*) dalam situasi penurunan ekonomi, peningkatan volatilitas laba, pembiayaan eksternal yang terbatas atau kebutuhan modal masa depan yang tinggi (Dąbrowska *et al.*, 2020).

Fenomena empiris yang terjadi pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2015 s.d. 2021 adalah menurunnya emiten yang membagikan dividennya, hal ini dapat dilihat dari data tren persentase emiten yang melakukan pembayaran dividen (*dividend payer*) dibandingkan jumlah emiten yang terdaftar.



Grafik 1.1

Grafik Data Pembayar Dividen di BEI 2015-2021

Sumber: *data processing* dari pengumuman *corporate action* KSEI dan data saham IDX periode 2015-2021 (data diakses Oktober 2022)

Sesuai dengan Grafik 1.1 dapat dijelaskan bahwa kenaikan jumlah emiten dari tahun 2015–2021 tidak diikuti dengan kenaikan jumlah emiten yang melakukan pembayaran dividen (*dividen payer issuer*). Pada Grafik 1.1 kecenderungan dapat dilihat bahwa semakin bertambah jumlah emiten terdaftar tetapi persentase (%) emiten yang melakukan pembayaran dividen semakin menurun.

Basri (2019) menyatakan bahwa kajian tentang kebijakan pembayaran dividen menjadi topik yang menarik, setidaknya karena dua alasan. Pertama, jumlah uang yang dibayarkan sebagai dividen adalah salah satu keputusan keuangan utama yang harus diputuskan oleh manajemen perusahaan. Kedua, pemahaman yang komprehensif tentang dividen penting untuk banyak bidang ekonomi keuangan lainnya. Secara empiris teori dividen dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti stabilitas pendapatan, historis dividen, pendapatan saat ini, pendapatan yang diharapkan, harga saham, likuiditas, informasi asimetris, rencana investasi, kesejahteraan pemegang saham, leverage, struktur modal dan banyak lagi (Hasnawati, 2021).

Penentu pembayaran dividen mengacu pada faktor-faktor yang memengaruhi keputusan perusahaan mengenai berapa banyak yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen. Beberapa faktor penentu pembayaran dividen yang penting termasuk jenis industri, usia perusahaan, tingkat distribusi saham, kebutuhan modal tambahan, siklus bisnis, kebijakan perpajakan, profitabilitas, preferensi pemegang saham, posisi likuiditas, peluang pertumbuhan, dan posisi arus kas (Gitman & Zutter, 2015; Jabbouri, 2016; Dewasiri *et al.*, 2019; Louziri & Oubal, 2022).

Muharramah *et al.* (2020), menyatakan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan oleh sebagian besar perusahaan di Indonesia cenderung tidak konsisten. Kepemilikan terkonsentrasi yang terwakili oleh pemegang saham besar dalam struktur kepemilikan, seperti kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional, memiliki pengaruh negatif sehingga dapat mengurangi pembayaran dividen kepada pemegang saham lainnya. Sedangkan Reyna dan Manuel (2017), menyatakan bahwa ketika struktur kepemilikan lebih terkonsentrasi, maka perusahaan dapat

mengatur pembayaran dividen yang lebih tinggi, mengingat pemegang saham besar memiliki pengaruh yang lebih besar terhadap jenis kebijakan ini.

Struktur kepemilikan dapat memiliki dampak yang signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Aspek spesifik dari struktur kepemilikan yang telah diteliti antara lain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan pemerintah. Kepemilikan institusional dan kepemilikan terkonsentrasi ditemukan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen, sedangkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh (Widiatmoko *et al.*, 2020).

Pemegang saham mayoritas, yang memiliki kekuasaan untuk memilih dewan direksi, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan pembayaran dividen, dan prioritas mereka mungkin berbeda dengan pemegang saham minoritas (Ayu & Viverita, 2020). Stabilitas kepemilikan institusional juga ditemukan berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen (Jory *et al.*, 2017). Kepemilikan dan kontrol keluarga terbukti berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen (Ayu & Viverita, 2020; (Miller *et al.*, 2022; Wibom & Lundvall, 2020; Sikalidis *et al.*, 2022). Di sisi lain, kepemilikan manajerial ditemukan memberikan pengaruh dengan kecenderungan yang lebih rendah untuk membayar dividen (Bataineh, 2021). Konsentrasi kepemilikan dalam keluarga telah ditemukan secara negatif mempengaruhi pembayaran dividen oleh perusahaan (Reyna & Manuel, 2017).

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap pembayaran dividen telah dipelajari melalui sudut pandang teori keagenan. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa perusahaan dengan proporsi kepemilikan institusional yang lebih tinggi memiliki kecenderungan untuk membagikan dividen dalam jumlah yang lebih besar serta melakukan pembelian kembali saham secara lebih signifikan. Peningkatan dalam kepemilikan institusional telah terbukti menyebabkan peningkatan dividen. Pemilik institusional yang stabil dan besar lebih menyukai perusahaan yang membayar dividen, dan terdapat pengaruh positif antara persistensi kepemilikan dengan pembayaran dividen. Pembayaran dividen yang positif ini terjadi karena adanya investor institusional yang sangat peka terhadap tekanan, sehingga mereka cenderung memprioritaskan pembayaran dividen. Di sisi lain, investor yang tidak

terlalu terpengaruh oleh tekanan menggunakan mekanisme pengawasan alternatif untuk meminimalkan konflik keagenan (Chang *et al.*, 2016; Jory *et al.*, 2017).

Masalah keagenan merupakan salah satu faktor utama yang memengaruhi perilaku pembayaran dividen, yang dapat diatasi melalui penerapan struktur, komposisi, dan proses tata kelola perusahaan yang efektif. Tata kelola yang baik berperan penting dalam menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham, sehingga memastikan keputusan manajerial dapat memberikan manfaat optimal bagi pemegang saham (Pahi & Yadav, 2018). Dalam konteks ini, investor institusional yang mempertahankan kepemilikan saham dalam jangka panjang memiliki dorongan kuat untuk melakukan pengawasan terhadap manajer. Kemampuan mereka dalam memengaruhi kebijakan pembayaran dividen sebagai upaya mitigasi konflik keagenan sangat bergantung pada ukuran serta durasi investasi mereka di perusahaan (Jory *et al.*, 2017).

Peran investor institusional dalam tata kelola perusahaan sangat krusial dalam membentuk kebijakan pembayaran dividen, terutama melalui mekanisme pengawasan yang mereka lakukan terhadap praktik tata kelola yang baik. Praktik tata kelola yang baik tidak hanya berdampak positif pada kinerja perusahaan, tetapi juga berkontribusi terhadap keputusan pembayaran dividen (Gunawan *et al.*, 2019). Selain itu, investor institusional mempengaruhi pembayaran dividen melalui hak-hak mereka sebagai pemegang saham (Gunawan *et al.*, 2019), fungsi pengawasan (Fajdy & Mai, 2022), pemberian insentif (OECD, 2011), serta sebagai konsekuensi dari pemisahan kepemilikan dan kontrol (Gugler, 2003). Faktor lain yang turut memengaruhi keputusan dividen adalah profitabilitas perusahaan (Tamrin *et al.*, 2017).

Peningkatan dalam kepemilikan institusional menyebabkan peningkatan pembayaran dividen (Crane *et al.*, 2016). Institusi jangka panjang dengan kepemilikan saham yang besar menggunakan pembayaran dividen sebagai alat monitoring. Peran pemegang saham institusional dalam kebijakan pembayaran dividen berasal dari preferensi pemegang saham institusional untuk mendistribusikan arus kas dalam rangka mengurangi biaya keagenan (Fooladi & Farhadi, 2019).

Investor institusional mempertimbangkan beberapa faktor penentu ketika mengevaluasi pembayaran dividen perusahaan. Selain itu, faktor lainnya berupa stabilitas kepemilikan, sifat-sifat investor institusional, dan kinerja keuangan perusahaan memainkan peran penting dalam membentuk pengaruh investor institusional terhadap pembayaran dividen perusahaan. Pembahasan pada penelitian ini mengenai pengaruh kepemilikan institusional dalam kerangka teori keagenan dan penerapan pengawasan dalam bentuk tata kelola perusahaan yang baik pada karakteristik keuangan berupa profitabilitas, *leverage*, likuiditas, ukuran perusahaan dan *free cash flow* terhadap pembayaran dividen tunai pada perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan latar belakang dan permasalahan yang telah diuraikan maka judul dalam penelitian ini adalah “Peranan Kepemilikan Institusional Dalam Memoderasi Karakteristik Keuangan Terhadap Pembayaran Dividen Tunai Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (2010-2021)”.

1.2 Rumusan Masalah

Sesuai dengan latar belakang yang telah dijelaskan, maka perumusan permasalahan penelitian ini sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh profitabilitas yang diukur melalui *Return on Equity* (ROE) terhadap kebijakan pembayaran dividen tunai (DPR) pada perusahaan sektor manufaktur periode 2010-2021?
2. Bagaimana pengaruh likuiditas yang diukur melalui *NLB Ratio* terhadap kebijakan pembayaran dividen tunai (DPR) pada perusahaan sektor manufaktur periode 2010-2021?
3. Bagaimana pengaruh leverage yang diukur melalui *Long term Debt to Equity Rasio* (LtDER) terhadap kebijakan pembayaran dividen tunai (DPR) pada perusahaan sektor manufaktur periode 2010-2021?
4. Bagaimana pengaruh arus kas bebas yang diukur melalui *FCF yield* terhadap kebijakan pembayaran dividen tunai (DPR) pada perusahaan sektor manufaktur periode 2010-2021?

5. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan yang diukur melalui $\ln(\text{Size})$ terhadap kebijakan pembayaran dividen tunai (DPR) pada perusahaan sektor manufaktur periode 2010-2021?
6. Apakah kepemilikan institusional dapat memoderasi pengaruh profitabilitas, likuiditas, *leverage*, arus kas bebas dan ukuran perusahaan terhadap pembayaran dividen?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian rumusan masalah diatas, maka tujuan yang hendak dicapai penulis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2021.
2. Untuk mengetahui pengaruh likuiditas terhadap pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2021.
3. Untuk mengetahui pengaruh *leverage* terhadap pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2021.
4. Untuk mengetahui pengaruh arus kas bebas terhadap pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2021.
5. Untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan terhadap pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2021.
6. Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional dalam memoderasi hubungan antara profitabilitas, likuiditas, *leverage*, arus kas bebas, dan ukuran perusahaan dan pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2021.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan. Secara terperinci manfaat penelitian dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Bagi perusahaan, hasil penelitian ini sebagai bahan acuan perusahaan dimana harus fokus pada faktor-faktor penentu yang diidentifikasi oleh penelitian ini termasuk mempertimbangkan struktur kepemilikan saat

membuat keputusan keuangan untuk membantu mereka memprediksi pembayaran dividen perusahaan dan memilih peluang investasi terbaik .

2. Bagi kalangan manajer dan eksekutif, temuan penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi dalam perumusan kebijakan dividen perusahaan, baik dengan mengadopsi praktik serupa maupun mempertimbangkan kesamaan karakteristik yang teridentifikasi dalam studi ini..
3. Bagi peneliti, penelitian selanjutnya perlu mempertimbangkan secara simultan faktor-faktor yang memengaruhi kecenderungan pembayaran dividen (*dividend propensity*) dan tingkat pembayarannya (*dividend payout*), guna mendorong terciptanya konsensus teoretis dalam memecahkan teka-teki penentu kebijakan dividen..

II. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pembayaran Dividen dari Perspektif Agency Theory

Konflik keagenan pada dividen mengacu pada potensi konflik kepentingan antara pemangku kepentingan yang berbeda, seperti pemegang saham dan manajer, dalam kaitannya dengan kebijakan pembayaran dividen. Dividen dapat menjadi sumber konflik keagenan, karena dividen dapat mencerminkan kepentingan yang saling bersaing dari berbagai pihak di dalam perusahaan. Beberapa teori, seperti *agency theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa dividen yang persisten dapat berfungsi sebagai mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham, dengan cara mengurangi dana bebas yang dapat disalahgunakan oleh manajer. Selain itu, sesuai dengan *monitoring hypothesis*, pembayaran dividen yang konsisten juga dapat menarik pemegang saham institusional untuk berinvestasi dan secara aktif memantau kinerja manajerial guna melindungi kepentingan investasi mereka. (d’Udekem, 2021; Handayani *et al.*, 2023).

Pembayaran dividen dapat menjadi mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan, karena dividen dapat mempengaruhi kepuasan pemegang saham dan perilaku manajer (Michael, 2013). Masalah keagenan, atau konflik kepentingan, muncul ketika satu pihak diharapkan untuk bertindak demi kepentingan pihak lain, tetapi termotivasi oleh kepentingan pribadi (Chen, 2022). Dalam konteks kebijakan pembayaran dividen, masalah keagenan dapat muncul sebagai konflik antara kepentingan manajemen perusahaan dan kepentingan pemegang saham (Hussain & Akbar, 2022).

Konflik keagenan dapat mempengaruhi pembayaran dividen dengan berbagai cara. Pembayaran dividen dapat berkurang karena konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer, karena manajer dapat memprioritaskan kepentingan mereka sendiri di atas kepentingan pemegang saham (Louis & Urcan, 2015) Kebijakan pembayaran dividen dapat menjadi mekanisme untuk mengurangi

konflik keagenan, karena dapat mempengaruhi kepuasan pemegang saham dan perilaku manajer (Handayani *et al.*, 2023).

Pembayaran dividen juga dapat menjadi salah satu bentuk konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dan minoritas, karena mereka mungkin memiliki tujuan dan preferensi risiko yang berbeda (Handayani *et al.*, 2023). Selain itu, potensi konflik antara pemegang saham mayoritas dan minoritas dapat sangat mempengaruhi bagaimana dividen merespons pajak (Berzins *et al.*, 2019). Kebijakan pembayaran dividen dapat digunakan untuk mengurangi perilaku keagenan dan mengurangi biaya keagenan dengan mendorong pemantauan eksternal (Michael, 2013). Pada pasar yang tidak sempurna, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai mekanisme untuk menyelesaikan konflik keagenan antara orang dalam dan orang luar perusahaan (Hussain & Akbar, 2022).

Muharramah *et al.*, (2020) menyebutkan bahwa dividen memainkan peran penting dalam mengurangi biaya keagenan. Biaya keagenan dibagi menjadi dua tipe, yaitu konflik antara pemegang saham dan manajer (Tipe I), dan konflik antara pemegang saham mayoritas dan minoritas (Tipe II). Biaya keagenan Tipe I sebagaimana bahasan penelitian ini, terjadi dalam bentuk kepemilikan yang tersebar luas, dimana terdapat informasi yang tidak simetris antara manajer dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Tipe II ditemukan pada perusahaan dengan kepemilikan orang dalam yang lebih dominan antara pemegang saham satu dan yang lainnya (Claessens & Yurtoglu, 2013).

2.1.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Pembayaran Dividen

Pemegang saham institusional seperti bank, dana pensiun, perusahaan asuransi, dan reksadana memainkan peran kunci yang sangat berpengaruh dalam tata kelola perusahaan dan memiliki partisipasi aktif dalam menentukan pembayaran dividen perusahaan mereka (Mehdi *et al.*, 2017). Dalam konteks kepemilikan saham yang terkonsentrasi dengan minimnya perlindungan investor, kehadiran pemegang saham institusional berpotensi meningkatkan mekanisme pengawasan korporat (*corporate governance*) terhadap manajemen sekaligus berfungsi sebagai *safeguard* bagi kepentingan pemegang saham minoritas. Literatur yang berkaitan dengan korelasi antara kepemilikan institusional dan kebijakan pembayaran dividen menunjukkan sudut pandang yang berbeda (Bataineh, 2021). Sejumlah kajian

empiris mengungkapkan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen. Hal ini disebabkan oleh efektivitas fungsi pengawasan (*monitoring*) yang dimiliki investor institusional. Dengan kepemilikan saham dominan dan kompetensi profesional yang memadai, mereka mampu menekan masalah keagenan (*agency problems*), sehingga mengurangi ketergantungan pada mekanisme pembayaran dividen tinggi sebagai alat pengendalian manajemen (Berezinets *et al.*, 2017; Aleknevičienė & Vilimaitė, 2023).

Penelitian yang dilakukan oleh Reyna dan Manuel (2017) serta Chang *et al.* (2016) menunjukkan adanya pengaruh positif antara kepemilikan institusional dan pembayaran dividen. Temuan ini mengindikasikan bahwa ketika investor institusional kurang aktif dalam menjalankan fungsi pengawasan langsung terhadap manajemen, mereka cenderung mendorong perusahaan untuk membayar dividen sebagai mekanisme alternatif dalam melindungi investasi mereka. Pembayaran dividen dipandang sebagai cara untuk mengurangi akumulasi dana bebas yang berpotensi digunakan secara oportunistik oleh manajemen. Hal ini sesuai dengan teori substitusi antara monitoring dan dividen, yang menyatakan bahwa pembayaran dividen dapat digunakan sebagai sarana untuk mengurangi konflik keagenan ketika pengawasan langsung sulit atau mahal untuk dilakukan (Easterbrook, 1984). Sejalan dengan pandangan ini, Benjamin *et al.* (2016) dan Farinha (2003) juga menyatakan bahwa investor institusional dapat mendorong perusahaan untuk membagikan dividen dalam jumlah lebih tinggi apabila pengawasan terhadap manajemen dianggap tidak efektif atau terlalu mahal untuk dilakukan secara langsung.

2.1.3 Kebijakan Pembayaran Dividen

Kebijakan pembayaran dividen mengacu pada keputusan yang dibuat oleh perusahaan mengenai jumlah dan waktu pembayaran dividen kepada para pemegang sahamnya. Kebijakan pembayaran dividen dapat berdampak signifikan pada nilai saham perusahaan. Kebijakan pembayaran dividen dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk posisi keuangan perusahaan, profitabilitas, kondisi likuiditas, prospek pertumbuhan, dan preferensi pemegang saham. Literatur mengenai kebijakan pembayaran dividen meliputi penelitian mengenai faktor-faktor penentu kebijakan pembayaran dividen, pengaruh kebijakan pembayaran dividen terhadap harga saham, dan penilaian saham (Miller & Modigliani, 1961;

Brickley & Mcconnell, 1989; Jiraporn *et al.*, 2008; Salman, 2019; Singh & Tandon, 2019).

Kebijakan pembayaran dividen merupakan aspek penting dalam keuangan perusahaan dan telah menjadi subjek dari berbagai teori. Teori-teori yang paling terkenal termasuk teori ketidakrelevan dividen yang diusulkan (Miller & Modigliani, 1961), yang menyatakan bahwa pemegang saham pada umumnya tidak peduli dengan kebijakan pembayaran dividen perusahaan, dan teori *bird-in-hand*, yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen daripada potensi keuntungan modal di masa depan. Selain itu, teori-teori lain seperti teori sinyal, hasil, katering, siklus hidup, arus kas bebas/ agensi, dan *pecking order* juga berkontribusi pada pemahaman kebijakan pembayaran dividen (Nathani & Gangil, 2019; Theiri *et al.*, 2023). Teori-teori ini memberikan wawasan tentang bagaimana keputusan dividen dapat berdampak pada nilai perusahaan dan hubungannya dengan pemegang saham serta pasar (Singh & Tandon, 2019). Literatur tentang kebijakan pembayaran dividen sangat luas dan terus menjadi topik perdebatan dalam penelitian empiris.

Dalam beberapa penelitian, pembayaran dividen diukur dengan menggunakan beberapa proksi, termasuk *dividend yield*, *dividend payout ratio*, status pembayaran dividen besar (*large dividend-paying status*), dan status pembayaran dividen kecil (*small dividend-paying status*) (Hussain & Akbar, 2022). Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) dianggap sebagai ukuran yang signifikan dari kebijakan pembayaran dividen, karena menunjukkan persentase dari pendapatan perusahaan yang dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham (Rochmah & Ardianto, 2020).

2.1.4 Profitabilitas

Profitabilitas adalah metrik yang menunjukkan kapasitas bisnis untuk menghasilkan pendapatan. Profitabilitas adalah konsekuensi akhir dari berbagai keputusan dan pilihan yang diambil perusahaan berupa keputusan operasi dan keuangan perusahaan (Brigham & Houston, 2019). Rasio profitabilitas memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari pendapatan operasional dan pendapatan investasi. Profitabilitas dianggap sebagai indikator utama kapasitas

perusahaan untuk mengumumkan dan membayar dividen. Tingkat profitabilitas suatu perusahaan dapat berfungsi sebagai indikator fundamental bagi investor dalam proses pengambilan keputusan investasi.

Tingkat profitabilitas perusahaan dapat diukur dengan rasio profitabilitas diantaranya sebagai berikut, yaitu *Return on Equity* (ROE) dan *Return on Assets* (ROA) (Gitman & Zutter, 2015). Rasio ROE digunakan oleh investor untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dari investasi pemegang sahamnya. Semakin besar tingkat ROE menunjukkan semakin besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Sedangkan ROA merupakan rasio keuangan yang banyak digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan, terutama yang menyangkut kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan aset yang dimilikinya. Tingkat ROA yang tinggi menunjukkan kinerja keuangan dan operasional yang solid, yaitu dengan meningkatnya laba maka jumlah kas atau kelebihan kas yang dimiliki perusahaan akan meningkat pula.

ROA merupakan imbal hasil atau tingkat pengembalian laba atas total aset yang tertera di dalam neraca perusahaan. ROA ini biasanya merupakan ukuran kinerja manajemen tingkat atas, karena melihat bagaimana manajemen dapat memanfaatkan aset ini menjadi laba perusahaan. Sementara ROE merupakan imbal hasil atau tingkat pengembalian laba atas total ekuitas, yang menjadi ukuran kinerja perusahaan sekaligus pemegang saham. Bagi pemegang saham yang menginvestasikan dananya di perusahaan sebagai tambahan ekuitas, ROE ini juga menjadi tolak ukur seberapa besar investor akan mendapatkan imbalan atas modal yang diinvestasikan.

Dalam penelitian ini, rasio profitabilitas yang akan digunakan adalah dengan menggunakan proksi ROE. Menurut Reilly dan Brown (2012), rasio pengembalian ekuitas pemilik (ROE) sangat penting bagi pemilik perusahaan (pemegang saham biasa) karena menunjukkan tingkat pengembalian yang diperoleh manajemen atas modal yang diberikan oleh pemegang saham setelah memperhitungkan pembayaran kepada semua pemasok modal lainnya. Jika kita mempertimbangkan semua ekuitas (termasuk saham preferen).

Total aset sebuah perusahaan terdiri dari liabilitas (hutang atau pinjaman) dan ekuitas (setoran pemilik dan laba ditahan). Sehingga, semakin besar nilai rasio ROE, maka semakin besar dana yang dapat dikembalikan dari ekuitas menjadi laba. Artinya semakin besar laba bersih yang diperoleh dari modal sendiri. ROE tinggi akan menyebabkan posisi pemilik modal perusahaan semakin kuat. Sesuai dengan hal tersebut, penelitian ini cenderung menggunakan proksi ROE karena lebih mencerminkan kemampuan perusahaan menggunakan modal dari setoran pemilik dan laba ditahan saja, sehingga lebih mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan asumsi tanpa hutang sekalipun.

2.1.5 Likuiditas

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar, dan untuk menutupi kebutuhan yang tidak terduga (Hossain & Alam, 2019). Ini juga mengacu pada jumlah aset likuid atau kas yang dimiliki perusahaan (Samo & Murad, 2019). Copeland *et al.* (2013) menyatakan bahwa laba ditahan biasanya tidak disimpan dalam bentuk tunai tetapi diinvestasikan pada pabrik, peralatan, persediaan dan aset lainnya, sehingga perusahaan tidak boleh membayar dividen tunai karena memerlukan dana yang cukup besar untuk membiayai investasinya.. Aktiva lancar mempunyai karakteristik mudah untuk diubah menjadi uang tunai (Zuhroh, 2019). Likuiditas dapat diukur dengan rasio akuntansi yang berbeda, misalnya siklus perdagangan bersih (NTC) (Prasad *et al.*, 2019), rasio lancar, rasio cepat, rasio asam, rasio kas, dan saldo likuid bersih (NLB).

Tingkat likuiditas dan struktur aktiva lancar mempengaruhi keputusan pembayaran dividen dalam suatu perusahaan. Surplus kas yang tinggi dapat diterjemahkan ke dalam distribusi laba ditahan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham atau ke dalam investasi dalam modal saham perusahaan sebagai bagian dari reinvestasi di perusahaan (Alstadsæter *et al.*, 2017).

Penjelasan dari Canina dan Carvell (2008), menyatakan bahwa banyak analis keuangan, kreditur dan manajer menggunakan ukuran likuiditas statis seperti rasio lancar dan rasio cepat sebagai ukuran kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban tunai pada saat jatuh tempo. Namun, metrik statis seperti *current ratio* dan *quick ratio* memiliki utilitas terbatas dalam menilai kemampuan

likuiditas perusahaan, karena asumsi dasarnya hanya mempertimbangkan likuidasi aset lancar pada nilai buku tanpa memperhitungkan dampak likuidasi terhadap kelangsungan operasional perusahaan.. Ukuran-ukuran ini tidak berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban lancarnya saat beroperasi dan oleh karena itu sebaiknya tidak digunakan sebagai indikator likuiditas perusahaan. Sehingga pada penulisan ini penentuan likuiditas ditentukan melalui *Liquid Working Capital* (NLB). Perhitungan NLB yaitu (*Cash + Cash Equivalents + Marketable Securities – Notes Payable – Current Portion of Long-Term Debt*).

Untuk menilai likuiditas perusahaan, yang terbaik adalah menilai likuiditas keuangan dan likuiditas operasi sebagai ukuran integratif dan dinamis, bukan ukuran rasio statis. Likuiditas keuangan dinilai dengan menggunakan NLB/Total Aset. Proksi NLB/Total Aset yang lebih tinggi menyiratkan likuiditas yang lebih tinggi; meskipun rasio yang terlalu tinggi dapat mengurangi penilaian perusahaan karena aset keuangan yang tidak beroperasi menjadi penghambat *Return on Invested Capital* atau ROIC (Tanawade, 2020).

2.1.6 Leverage

Menurut Brigham dan Houston (2019) leverage keuangan (*financial leverage*) adalah suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan. *Leverage* diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). Rasio ini menggambarkan perbandingan hutang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi seluruh kewajibannya. *Debt to Equity Ratio (DER)* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang.

Penggunaan sumber pendanaan eksternal akan meningkatkan beban bunga, dan dapat mengurangi laba bersih perusahaan. Sesuai dengan teori keagenan, maka penggunaan dana eksternal juga akan mengurangi biaya pemantauan oleh prinsipal (investor) dengan pengawasan kreditur. Pengurangan laba bersih karena munculnya beban bunga utang pada akhirnya akan mengurangi jumlah dividen yang dapat dibayarkan kepada pemegang saham. Di sisi lain, pengurangan biaya

pemantauan oleh prinsipal akan mengurangi anggapan bahwa agen (manajer) akan melakukan penempatan sumber daya ke dalam instrumen yang tidak menguntungkan, sehingga dividen sebagai alat untuk mengurangi konflik kepentingan menjadi kurang relevan. Dalam hal ini, prinsipal (investor) dapat menerima pembayaran dividen yang lebih rendah.

2.1.7 Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Arus kas bebas (*free cash flow*) merupakan arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menginvestasikan dananya pada aset tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan operasi perusahaan (Brigham & Houston, 2019). Menurut Ross *et al.* (2015) mendefinisikan arus kas bebas atau arus kas dari aset merupakan total arus kas kepada kreditur dan arus kas kepada pemegang saham yang terdiri atas arus kas operasional, belanja modal, dan perubahan pada modal kerja bersih. *Free cash flow* adalah uang yang tersisa setelah bisnis membayar biaya operasional. Arus kas bebas adalah indikator penting bagi kreditor, investor, dan analis karena mencerminkan fleksibilitas keuangan perusahaan dan kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangannya.

Arus kas bebas (*free cash flow/FCF*) merupakan metrik keuangan yang mewakili kas yang dihasilkan perusahaan setelah memperhitungkan arus kas keluar untuk mendukung operasi dan mempertahankan aset modalnya. Ada berbagai cara untuk menghitung arus kas bebas, tetapi umumnya didefinisikan sebagai uang tunai yang tersedia dari arus kas operasional untuk membeli kembali saham, melunasi kewajiban sebelumnya, atau melakukan investasi tambahan (Bhandari & Adams, 2017). Definisi lain menyatakan bahwa FCF adalah arus kas operasional bersih setelah dikurangi belanja modal.

2.1.8 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah nilai yang menunjukkan besar-kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan mengacu pada skala di mana perusahaan beroperasi dan sering kali ditentukan oleh faktor-faktor seperti total penjualan, nilai aset, jumlah tenaga kerja, atau volume bisnis . Pemilihan proksi untuk ukuran perusahaan dapat memiliki implikasi yang berbeda dan dapat mempengaruhi hasil penelitian. Beberapa proksi umum untuk ukuran perusahaan meliputi: jumlah

karyawan (Dang *et al.*, 2017), total pendapatan penjualan (Santos *et al.*, 2021), tingkat upah (Al-Khzali & Zoubi, 2011), dan total aset (OECD, 2013).

Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan kepada total asset perusahaan. Menurut teori biaya agensi, struktur kepemilikan yang luas dalam organisasi yang lebih besar mengurangi kemampuan investor untuk mengelola aktivitas pembiayaan, menghasilkan informasi yang lebih asimetris dan biaya agensi yang lebih tinggi (Dewasiri *et al.*, 2019). Menurut Mehta (2012), perusahaan besar akan lebih mudah dalam memperoleh pendanaan di pasar modal daripada perusahaan kecil. Investor cenderung untuk melakukan investasi pada perusahaan besar dikarenakan perusahaan besara lebih memiliki prospek pada masa yang akan datang.

2.1.9 Kepemilikan Institusional dan Konflik Keagenan

Kepemilikan institusional dapat membantu mengurangi konflik keagenan di perusahaan publik (Maznorbalia *et al.*, 2023; Szudejko, 2018; Chaudhary, 2022). Konflik keagenan mengacu pada konflik antara pemilik (pemegang saham) dan manajemen yang dipekerjakan (Szudejko, 2018). Investor institusional dapat memainkan peran penting dalam mengurangi konflik keagenan dengan mempromosikan tata kelola yang baik dan secara aktif mengelola masalah keagenan (Maznorbalia *et al.*, 2023). Mereka dapat melakukan hal ini dengan menggunakan hak suara mereka untuk memantau kepatuhan terhadap undang-undang tata kelola perusahaan dan berpartisipasi dalam percakapan pemegang saham (Maznorbalia *et al.*, 2023; Szudejko, 2018). Namun, investor institusional juga dapat menghadapi masalah keagenan terhadap investor mereka sendiri (Hirst *et al.*, 2017).

Tindakan yang dilakukan oleh pemegang saham - terutama investor institusional dapat dilakukan dalam berbagai bentuk, seperti memberikan suara menentang proposal manajemen, mengajukan resolusi mereka sendiri, atau terlibat dalam dialog dengan manajemen untuk mendorong perubahan. Investor institusional juga dapat menggunakan pengaruhnya untuk mendorong praktik tata kelola perusahaan yang lebih baik, yang dapat membantu mengurangi masalah keagenan (Pozen, 1994; Smith, 1996; Mirchandani & Tellez, 2020; Lewellen & Lewellen, 2021).

Kepemilikan institusional yang tinggi sering kali dikaitkan dengan meningkatnya efektivitas pengawasan terhadap manajemen, mengingat investor institusional memiliki kapasitas dan insentif untuk memantau kinerja perusahaan secara aktif. Dalam konteks tata kelola perusahaan, proporsi kepemilikan institusional dapat dijadikan sebagai salah satu indikator sejauh mana perusahaan berkomitmen terhadap penerapan prinsip-prinsip *good corporate governance*. Meskipun peran monitoring dari investor institusional cenderung mengurangi kebutuhan akan mekanisme alternatif seperti pembayaran dividen, keberadaan mereka tetap merefleksikan struktur pengawasan yang kuat yang dapat mendorong manajemen untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. (Umam & Halimah, 2021; Sofia, 2022; Widywati & Rani, 2022).

2.2 Review Penelitian Terdahulu

Berdasarkan penelitian sebelumnya mengenai pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap pembayaran dividen, ditemukan terdapat pengaruh yang signifikan struktur kepemilikan terhadap pembayaran dividen (Bataineh, 2021). Pendekatan teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan bahwa keberadaan pemegang saham besar dapat digunakan untuk mengurangi konflik perusahaan antara manajemen perusahaan dan pemegang saham. Selain itu, literatur sebelumnya menunjukkan bukti bahwa masalah keagenan dapat dikontrol dengan pembayaran dividen, mereka menyatakan bahwa dividen merupakan alat untuk mengurangi arus kas yang tersedia untuk manajer, sehingga memainkan peran penting dalam mengurangi biaya oportunistik manajerial (Easterbrook, 1984; Jensen *et al.*, 1992; Rozeff, 1982).

Investor institusional memiliki kekuatan untuk mengintervensi perusahaan dengan biaya keagenan yang tinggi, dan mereka dapat menggunakan pembayaran dividen sebagai alat untuk mengurangi konflik kepentingan ini. Temuan utama dari penelitian mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap pembayaran dividen adalah bahwa investor institusional dapat menggunakan pembayaran dividen sebagai alat untuk mengurangi masalah keagenan perusahaan dan menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham. Penelitian ini juga

menemukan bahwa perusahaan dengan biaya keagenan yang tinggi cenderung memiliki hubungan positif antara kepemilikan institusional dan rasio pembayaran dividen (Chang *et al.*, 2016). Selain itu, penelitian lainnya mengungkapkan bahwa konsentrasi kepemilikan yang lebih tinggi meningkatkan kemungkinan pembayaran dividen, tetapi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional memiliki dampak yang berbeda terhadap pembayaran dividen (Aleknevičienė & Vilimaitė, 2023).

Pembayaran dividen kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan masing-masing manajemen perusahaan. Dalam menentukan besar kecilnya dividen yang dibayarkan, manajemen harus memperhatikan kepentingan pemegang saham dan kepentingan perusahaan. Selain memperhatikan kepentingan pemegang saham dan kepentingan perusahaan, manajemen juga harus mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi penentuan besar kecilnya pembayaran dividen (Wahjudi, 2019). Literatur telah mengidentifikasi beberapa faktor yang dapat mempengaruhi pembayaran dividen, yaitu leverage keuangan, profitabilitas, pertumbuhan aset, dan kepemilikan institusional (Abor & Bokpin, 2010).

Hasil penelitian mengindikasikan bahwa profitabilitas perusahaan memiliki keterkaitan dengan pembayaran dividen. Terdapat hubungan positif dan signifikan antara *return on assets*, *return on equity*, pertumbuhan penjualan, dan kebijakan pembagian dividen. (Hariem, 2021; Paviththira, 2015; Murekefu & Ouma, 2012). Rasio profitabilitas, seperti *return on assets* (ROA) dan *return on equity* (ROE), umumnya digunakan untuk menentukan pembayaran dividen (Hariem, 2021); (Adiputra, 2021). Perusahaan dengan profitabilitas yang lebih tinggi cenderung membayar dividen dalam jumlah besar dan menahan lebih sedikit laba (Hariem, 2021; Paviththira, 2015). Efek profitabilitas pada pembayaran dividen dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor, seperti leverage, struktur keuangan, dan kondisi pasar (Husain *et al.*, 2020; Sulhan & Herliana, 2019). Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang lebih tinggi akan membayar dividen yang lebih tinggi (Basri, 2019).

Menurut beberapa penelitian, leverage memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembayaran dividen. Semakin tinggi *debt to equity ratio* (DER) atau leverage, maka semakin rendah tingkat pembayaran dividen yang perlu dibayarkan

kepada pemegang saham (Hariem, 2021; Asif *et al.*, 2018). Hal ini terjadi karena peningkatan hutang akan berdampak pada laba bersih pemegang saham, dan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen akan menurun (Asif *et al.*, 2018).

Walaupun demikian, terdapat hubungan positif antara pembayaran dividen dan utang, yang mengimplikasikan bahwa perusahaan dengan rasio utang atau leverage yang lebih tinggi membayar lebih banyak dividen (Pradhan & Shrestha, 2017). Secara keseluruhan, pengaruh *leverage* terhadap pembayaran dividen adalah negatif, yang berarti bahwa rasio pembayaran dividen akan lebih rendah ketika leverage lebih tinggi (Hariem, 2021; Asif *et al.*, 2018).

Pengaruh likuiditas terhadap pembayaran dividen sangat kompleks dan dapat terjadi dua arah. Sejumlah penelitian mengemukakan bahwa likuiditas keuangan perusahaan memainkan peran krusial dalam penentuan kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki rasio kas yang cukup cenderung lebih mampu membagikan dividen secara konsisten, karena didukung oleh stabilitas likuiditas jangka pendek (Dika *et al.*, 2022). Selain itu, Sunaryo (2022) mengungkapkan bahwa likuiditas keuangan juga berfungsi sebagai variabel mediasi yang memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen, karena perusahaan yang likuid memudahkan investor institusional untuk mendorong dividen yang stabil. Sebaliknya, perusahaan dengan tingkat likuiditas yang rendah cenderung menangguhkan pembayaran dividen guna mempertahankan ketersediaan kas untuk membiayai kebutuhan operasional maupun investasi yang bersifat mendesak. (Afza & Mirza, 2010).

Dengan demikian, likuiditas keuangan tetap menjadi indikator utama dalam menilai kesiapan perusahaan dalam mengelola kas sekaligus menjaga hubungan optimal dengan pemegang saham melalui kebijakan dividen yang berkelanjutan. Penelitian lainnya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh langsung dan tidak langsung terhadap pembayaran dividen, dengan pengaruh langsung lebih tinggi daripada pengaruh tidak langsung (Khoiro *et al.*, 2016). Perusahaan yang lebih besar mungkin lebih mudah mengakses pasar modal untuk mendapatkan pendanaan, yang dapat mempengaruhi pembayaran dividen mereka (Margono & Gantino, 2021).

Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap rasio pembayaran dividen, meskipun perusahaan besar melakukan investasi dalam jumlah signifikan, stabilitas keuangan dan arus kas yang kuat memungkinkan mereka tetap membagikan dividen dalam proporsi yang kompetitif (Tumiwa & Mamuaya, 2019). Namun demikian, terdapat hal penting untuk dicatat bahwa hubungan antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen adalah kompleks, dan dampaknya dapat bervariasi berdasarkan faktor-faktor lain seperti profitabilitas dan nilai perusahaan (Juhandi *et al.*, 2019; Margono & Gantino, 2021). Secara keseluruhan, meskipun ukuran perusahaan dapat memengaruhi pembayaran dividen, ukuran perusahaan hanyalah salah satu dari beberapa karakteristik keuangan yang dipertimbangkan perusahaan saat menentukan pembagian dividen.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif yang signifikan arus kas bebas pada dividen (Sindhu, 2014). Berdasarkan penelitian Rochmah dan Ardianto (2020), semakin tinggi arus kas bebas suatu perusahaan, semakin besar pula kecenderungan rasio pembayaran dividen meningkat. Hal ini disebabkan oleh ketersediaan kas yang memadai, yang memperkuat kemampuan perusahaan dalam melakukan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Namun, tidak semua perusahaan dengan arus kas bebas negatif tidak dapat membagikan dividen (Mughal & Muddasir, 2023). Beberapa perusahaan menginvestasikan sebagian besar arus kas bebas mereka, yang memungkinkan mereka untuk mencapai pertumbuhan jangka panjang yang signifikan meskipun memiliki arus kas bebas negatif (Mughal & Muddasir, 2023).

Beberapa penelitian menunjukkan bahwa investor institusional dapat membantu mengurangi biaya keagenan dan mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan (Chaudhary, 2022; Martono *et al.*, 2020). Investor institusional menghadapi keterbatasan kapasitas pengawasan karena perlu mendistribusikan sumber daya manusia mereka untuk melaksanakan fungsi penatalayanan (*stewardship*) pada portofolio yang terdiri dari ribuan emiten. Kondisi ini mengakibatkan alokasi waktu pemantauan perusahaan menjadi sangat terbatas, dengan rata-rata kurang dari satu hari kerja per emiten per tahun untuk setiap analis (Szudejko, 2018). Namun, pengaruh kepemilikan institusional terhadap biaya keagenan dapat bervariasi tergantung pada karakteristik jenis investor institusional.

Sebagai ilustrasi, investor yang kurang responsif terhadap tekanan eksternal cenderung lebih efektif dalam menurunkan konflik keagenan dibandingkan dengan investor yang lebih sensitif terhadap tekanan tersebut (Chaudhary, 2022).

Penelitian oleh Zaher *et al.*, (2017) menemukan bahwa kepemilikan institusional mampu memoderasi hubungan asimetri informasi dengan kebijakan pembayaran dividen. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang lebih tinggi cenderung membayar dividen untuk mengurangi biaya yang terkait dengan konflik keagenan (Basri, 2019). Hal ini bermakna bahwa investor institusional mengharapkan pembayaran dividen yang lebih besar karena porsi investasi yang besar. Namun demikian, menurut penelitian Martono *et al.* (2020) bahwa kepemilikan institusional yang rendah, sebagai mekanisme pemantauan eksternal, dapat mengantikan peningkatan kecenderungan untuk membayar dividen.

Stabilitas kepemilikan institusional berpengaruh positif pada rasio pembayaran dividen (Jory *et al.*, 2017). Berdasarkan analisis Martono *et al.* (2020), kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen tunai perusahaan yaitu dengan mendorong pembayaran dividen karena tekanan pemegang saham untuk mendapatkan *return* jangka pendek. Temuan ini mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional dapat menjadi faktor penentu dalam pengambilan keputusan dividen, termasuk kecenderungan dan besaran pembayarannya.

2.3 Kerangka Konsep

Pembahasan ini mengacu pada relasi beberapa karakteristik keuangan sebagai penentu pembayaran dividen (*cash dividen*) yang dimoderasi dengan kepemilikan institusional dari emiten pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Hariem (2021) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *cash dividen*. Temuan yang sama juga ditunjukkan oleh Abor dan Bokpin (2010) yang menjelaskan bahwa profitabilitas merupakan faktor penting dalam mempengaruhi pembayaran dividen. Profitabilitas mempengaruhi pembayaran dividen secara positif dan signifikan. Ini berarti bahwa perusahaan yang menguntungkan lebih cenderung memiliki pembayaran dividen yang tinggi

kepada pemegang saham. Hasil penelitian lain juga mendukung bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung menetapkan pembayaran dividen yang lebih tinggi (Al-Malkawi *et al.*, 2010; Patra *et al.*, 2012; Paviththira, 2015; Jabbouri, 2016; Basri, 2019; Husain *et al.*, 2020).

Salah satu faktor terpenting yang mempengaruhi pembayaran dividen adalah likuiditas perusahaan. Dengan perusahaan dalam posisi kekurangan kas (dan setara kas), maka tidak akan ada dividen yang akan dibayarkan meskipun laporan laba rugi, berdasarkan basis akrual, mencerminkan profitabilitas yang layak (Jabbouri, 2016). Perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi, ditunjukkan oleh ketersediaan kas yang memadai, cenderung lebih mampu membagikan dividen dibandingkan perusahaan dengan likuiditas terbatas. Dengan demikian, terdapat hubungan positif antara tingkat likuiditas perusahaan dengan kecenderungan pembayaran dividen tunai. Penelitian oleh Kaźmierska-Józwiak (2015); Dąbrowska *et al.* (2020); Vo (2022); Stereńczak & Kubiak (2022) menunjukkan pengaruh positif likuiditas terhadap pembayaran dividen.

Adiputra (2021) dalam penelitiannya menyatakan bahwa semakin tinggi leverage keuangan, maka semakin rendah tingkat pembayaran dividen yang harus dibayarkan kepada pemegang saham. Hal ini disebabkan peningkatan hutang akan berdampak pada laba bersih pemegang saham, dan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen akan menurun. Basri (2019) menemukan bahwa *financial leverage* mempengaruhi pembayaran dividen secara negatif dan signifikan. Dengan demikian, dikatakan bahwa perusahaan dengan risiko dan leverage yang lebih tinggi akan membayar dividen yang lebih rendah kepada pemegang saham. Sementara itu, Jabbouri (2016) juga menemukan bahwa financial leverage memiliki pengaruh negatif dan signifikan pada pembayaran dividen. Temuan lain juga mendukung bahwa perusahaan dengan *financial leverage* yang lebih tinggi cenderung menetapkan pembayaran dividen yang lebih rendah (Mulyani *et al.*, 2016; Asif *et al.*, 2018; Hariem, 2021).

Ukuran perusahaan adalah faktor lain yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen. Ukuran perusahaan dapat memengaruhi kemampuannya untuk membayar dividen kepada para pemegang saham. Perusahaan yang lebih besar akan memiliki akses yang lebih mudah ke sumber pendanaan, seperti pasar

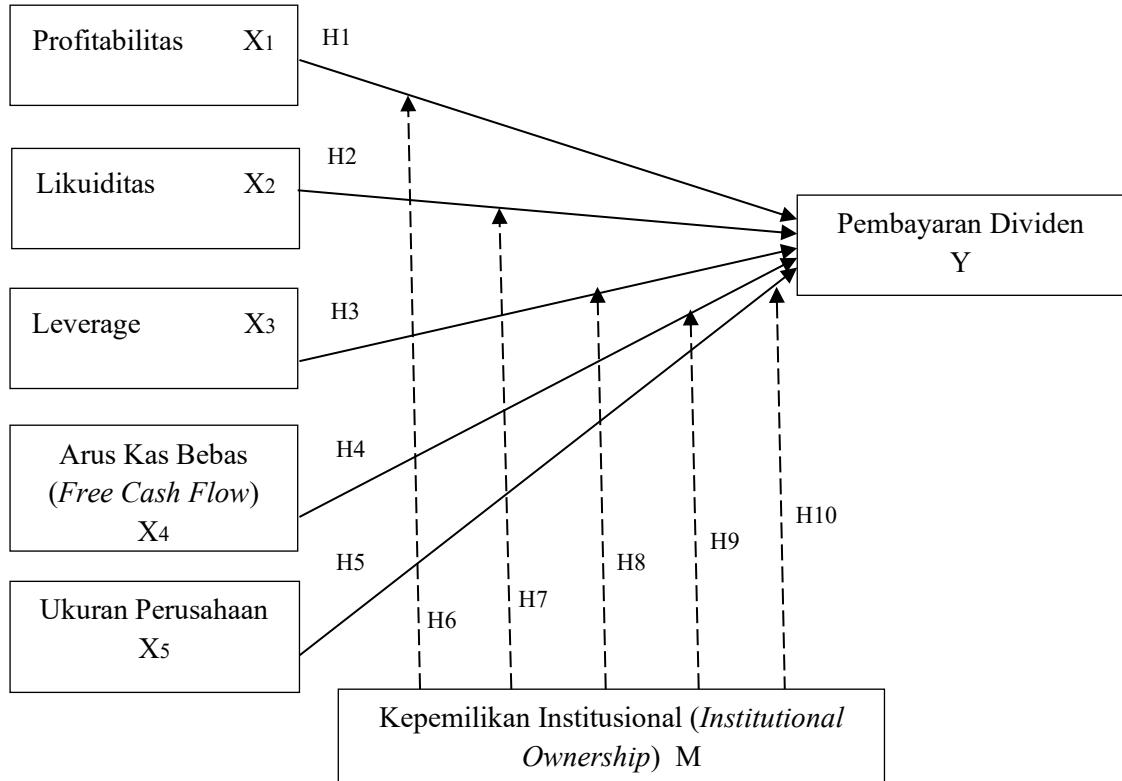
modal, sehingga memudahkan mereka membayar dividen (Juhandi *et al.*, 2019; Margono & Gantino, 2021). Penelitian dari Hassan *et al.* (2013); Almeida *et al.* (2015); Dąbrowska *et al.* (2020) menunjukkan pengaruh signifikan positif ukuran perusahaan terhadap pembayaran dividen.

Arus kas bebas (*free cash flow/ FCF*) adalah metrik keuangan yang mewakili kas yang dihasilkan perusahaan setelah memperhitungkan aktivitas operasi dan belanja modal. Arus kas bebas sering digunakan untuk mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan dan kemampuannya menghasilkan uang tunai bagi pemegang saham (Bhandari & Adams, 2017). *Free cash flow* memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen (Sindhu, 2014; Jabbouri, 2016; Yusof & Ismail, 2016; Dąbrowska *et al.*, 2020; Rochmah & Ardianto, 2020).

Investor institusional memainkan peran penting dalam keputusan untuk membayar dividen. Struktur kepemilikan dan kontrol perusahaan mempengaruhi keputusan pembayaran dividen mereka. Pada perusahaan dengan kepemilikan institusional yang lebih tinggi, *stakeholder* berusaha mengendalikan masalah keagenan dengan mengendalikan keputusan untuk membayar dividen (Basri, 2019).

Berdasarkan *agency theory*, keberadaan kepemilikan institusional dapat menjadi faktor krusial yang memengaruhi pertimbangan perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen. Kepemilikan institusi dapat memoderasi profitabilitas terhadap pembayaran dividen (Short *et al.*, 2002; Amilahaq, 2019; Basri, 2019). Demikian juga dengan faktor likuiditas (Crane *et al.*, 2016; Amilahaq, 2019), leverage (Cao *et al.*, 2017); (Jory *et al.*, 2017) dapat dimoderasi oleh kepemilikan institusional. Martono *et al.* (2020); Short *et al.* (2002) menjelaskan pengaruh moderasi kepemilikan institusional pada *free cash flow* terhadap pembayaran dividen. Sedangkan Zaher *et al.* (2017); Jory *et al.* (2017); Jacob dan Lukose (2018) menyatakan pengaruh moderasi kepemilikan institusional antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen.

Berdasarkan tinjauan literatur di atas, pengaruh yang dihipotesiskan untuk setiap variabel sehubungan dengan rasio pembayaran dividen dapat digambarkan dalam kerangka konseptual sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual

2.4. Pengembangan Hipotesis

Profitabilitas yang lebih tinggi berpengaruh positif terhadap rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi, yang mengindikasikan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan lebih mungkin untuk mengumumkan dan membayar dividen yang tinggi kepada para pemegang saham mereka (Chandra *et al.*, 2017). Penelitian dari Nurhikmawaty *et al.*, (2020) menunjukkan bahwa ROE yang lebih tinggi dikaitkan dengan dividen yang lebih tinggi yang didistribusikan kepada pemegang saham dan peningkatan pengembalian saham. Dampak profitabilitas terhadap pembayaran dividen telah diteliti dalam konteks berbagai industri, seperti perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas, yang diukur dengan ROE, merupakan faktor penting dalam menentukan pembayaran dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan (Adiputra, 2021). Bukti-bukti dari penelitian ini mendukung pendapat bahwa ROE, sebagai ukuran profitabilitas, dapat secara signifikan mempengaruhi pembayaran dividen.

Penelitian terhadulu yang menguji profitabilitas terhadap pembayaran dividen menyatakan perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung menetapkan pembayaran dividen yang lebih tinggi (Amidu & Abor, 2006; Patra *et al.*, 2012; Murekefu & Ouma, 2012; Paviththira, 2015; Jabbouri, 2016; Basri, 2019; Hariem, 2021). Berdasarkan kajian literatur pada penelitian terdahulu maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Terdapat penelitian menemukan bahwa likuiditas yang tinggi tidak selalu digunakan untuk membayar dividen tunai, tetapi dapat dialokasikan untuk tujuan lain seperti pembelian aset (Sulhan & Herliana, 2019). Namun, efek likuiditas terhadap pembayaran dividen dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor lain seperti profitabilitas dan struktur kepemilikan (Mancinelli & Ozkan, 2006; Sulhan & Herliana, 2019).

Likuiditas perusahaan dan komposisi aktiva lancar merupakan faktor penting dalam menentukan kebijakan dividen. Ketika perusahaan memiliki surplus kas yang signifikan, manajemen memiliki dua opsi utama: (1) mendistribusikan kelebihan likuiditas tersebut sebagai dividen kepada pemegang saham, atau (2) mengalokasikannya untuk investasi kembali dalam bentuk penambahan modal perusahaan (Alstadsæter *et al.*, 2017). Penelitian oleh Kaźmierska-Jóźwiak (2015), Dąbrowska *et al.* (2020), Vo (2022), dan Stereńczak & Kubiak (2022) menunjukkan pengaruh positif likuiditas pada pembayaran dividen. Sesuai dengan kajian literatur pada penelitian terdahulu maka dapat dinyatakan hipotesis sebagai berikut:

H2.: Likuiditas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Menurut Gitman dan Zutter (2015), *financial leverage* adalah kemampuan perusahaan untuk menggunakan biaya keuangan tetap untuk memperbesar efek perubahan EBIT terhadap laba per saham perusahaan. Kebijakan dividen perusahaan dipengaruhi secara signifikan oleh struktur modal. Tingginya tingkat leverage menyebabkan perusahaan lebih memprioritaskan alokasi kas untuk pelunasan utang daripada pembagian

dividen, sehingga investor di perusahaan dengan leverage tinggi biasanya menerima dividen yang lebih kecil (Basri, 2019).

Ahmed dan Javid (2008) menemukan bahwa *financial leverage* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap dividen kas. Penelitian lainnya oleh Jabbouri (2016), Mulyani *et al.* (2016), Pradhan dan Shrestha (2017), Asif *et al.* (2018), dan Hariem (2021) mendukung pernyataan bahwa perusahaan dengan *financial leverage* yang lebih tinggi cenderung menetapkan pembayaran dividen yang lebih rendah. Sesuai dengan kajian literatur pada penelitian terdahulu maka dapat dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H3 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen.

Arus kas bebas (*free cash flow*) mencerminkan tingkat fleksibilitas keuangan yang dimiliki perusahaan, khususnya dalam hal kemampuannya untuk membagikan dividen kepada pemegang saham. *Free cash flow* merupakan bagian dari arus kas operasional yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh pemegang sekuritas perusahaan, setelah memenuhi kebutuhan operasional dan investasi.

Penelitian Dewasiri *et al.* (2019) dan Dąbrowska *et al.* (2020) menguji relevansi teori *free cash flow* Jensen (1986) dalam konteks kebijakan dividen. Temuan mereka menunjukkan bahwa pembayaran dividen berfungsi sebagai mekanisme pengendalian yang efektif untuk mengurangi kelebihan arus kas bebas (*free cash flow*), sehingga dapat memitigasi konflik keagenan. Hasil studi ini memberikan validasi empiris terhadap hipotesis Jensen (1986) bahwa distribusi dividen mampu menekan biaya keagenan dengan membatasi ketersediaan dana bebas yang berpotensi disalahgunakan manajemen.. Hasil penelitian Ahmed dan Javid (2008), Sindhu (2014), Yusof dan Ismail (2016), Rochmah dan Ardianto (2020) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen yang diprosikan dengan *dividend payout ratio*. Berdasarkan kajian literatur penelitian terdahulu maka dapat dinyatakan hipotesis sebagai berikut:

H4.: Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Beberapa penelitian telah menyelidiki pengaruh ukuran perusahaan terhadap pembayaran dividen. Ukuran perusahaan yang lebih besar berkorelasi positif dengan kemudahan akses ke pasar modal, dimana kondisi ini memungkinkan manajemen untuk merumuskan kebijakan dividen yang lebih stabil sekaligus meningkatkan nilai perusahaan melalui sinyal positif kepada investor (Lumapow & Tumiwa, 2017; Margono & Gantino, 2021). Selain itu, ukuran perusahaan dianggap sebagai salah satu penentu pembayaran dividen dan nilai perusahaan, bersama dengan faktor-faktor seperti leverage, profitabilitas, dan struktur modal (Khoiro *et al.*, 2016; Margono & Gantino, 2021). Pembayaran dividen merupakan salah satu cara untuk mengatasi masalah tersebut. Dengan kata lain, perusahaan yang lebih besar cenderung membayar dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan yang lebih kecil (Yusof & Ismail, 2016).

Ukuran perusahaan memengaruhi pembayaran dividen karena perusahaan besar memiliki akses dana yang lebih luas, stabilitas keuangan yang lebih baik, reputasi yang ingin dijaga di mata investor, serta fleksibilitas dalam kebijakan keuangan. Semua faktor ini membuat perusahaan besar lebih mampu dan cenderung untuk membagikan dividen dalam jumlah yang lebih besar dan konsisten dibandingkan perusahaan kecil. Dąbrowska *et al.* (2020) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen. Hasil penelitian ini didukung oleh Hassan *et al.* (2013), Almeida *et al.* (2015), Tumiwa & Mamuya (2019), Juhandi *et al.* (2019), dan Margono & Gantino (2021) yang menyatakan ukuran perusahaan memberikan pengaruh signifikan positif terhadap pembayaran dividen. Mengacu pada kajian literatur pada penelitian terdahulu maka dapat dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H5.: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Pemegang saham institusional yang besar cenderung memainkan peran yang lebih besar dibandingkan dengan mekanisme pengawasan dividen dalam menutupi biaya keagenan (Easterbrook, 1984). Kepemilikan institusi dapat mempengaruhi pembayaran dividen yang lebih tinggi oleh perusahaan, untuk meningkatkan pemantauan dan pengawasan manajerial oleh pasar modal

eksternal, terutama jika perusahaan percaya bahwa upaya pemantauan dan pengawasan langsung mereka sendiri tidak cukup atau terlalu mahal (Farinha, 2003).

Penelitian Short *et al.* (2002) menunjukkan bahwa pembayaran dividen memiliki komponen tren laba yang positif dan signifikan mengingat kepemilikan institusional yang lebih tinggi. Selain itu, penelitian ini mengungkapkan beberapa bukti yang mendukung hipotesis bahwa terdapat pengaruh negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen dan kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ini juga didukung oleh (Amilahaq, 2019; Basri, 2019). Berkaitan dengan hal ini dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H6 : Kepemilikan institusional mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dan pembayaran dividen.

Amilahaq (2019) menyatakan bahwa kepemilikan institusional mampu memoderasi pengaruh *cash position* terhadap kebijakan pembayaran dividen. Crane *et al.* (2016) menyatakan bahwa kepemilikan instusional yang lebih tinggi menyebabkan peningkatan distribusi kas kepada pemegang saham melalui pembayaran dividen. Penelitian oleh Sunaryo (2022) pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menemukan bahwa likuiditas mengintervensi antara kepemilikan institusional dan kebijakan pembayaran dividen. Hal ini menekankan pentingnya likuiditas dalam memfasilitasi pembagian dividen yang dipengaruhi oleh pemangku kepentingan institusional. Sesuai hal tersebut maka dapat dinyatakan hipotesis sebagai berikut:

H7 : Kepemilikan institusional mampu memoderasi hubungan antara likuiditas dan pembayaran dividen.

Cao *et al.* (2017) menyebutkan bahwa terdapat pengaruh negatif kepemilikan institutional dengan tingkat *leverage* pada perusahaan di negara China. Penelitiannya menjelaskan bahwa perusahaan lebih mungkin untuk membayar dividen ketika terdapat investor institusi dan ketika investor tersebut memiliki lebih banyak saham. Akan tetapi, perusahaan cenderung tidak

membayar dividen ketika *leverage* keuangan mereka lebih tinggi. Sehingga relasi antara keduanya memunculkan relasi yang berkebalikan (negatif). Hal ini juga dibahas oleh Jory *et al.* (2017) bahwa terdapat pengaruh positif pada perusahaan pembayar dividen (*dividend payers*) yang terdapat investor institusi, dengan *leverage* yang lebih rendah. Oleh sebab itu dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H8 : Kepemilikan institusional mampu memoderasi hubungan antara leverage dan pembayaran dividen.

Penelitian Martono *et al.* (2020) menjelaskan terkait pengaruh kepemilikan institusional pada *free cash flow* terhadap kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Perusahaan manufaktur cenderung tumbuh lebih besar, dengan konsekuensi arus kas bebas yang lebih besar, daripada perusahaan non-manufaktur. Hal ini menyebabkan perusahaan manufaktur memiliki kecenderungan yang lebih tinggi untuk membayar dividen tunai. Oleh karena itu, kecenderungan untuk membayar dividen tunai sangat ditentukan oleh kepemilikan institusional dan perbedaan pada sektor industri. Hubungan antara kepemilikan institusional dengan *free cash flow* terhadap kebijakan pembayaran dividen juga didukung penelitian dari Jensen (1986) dan Short *et al.* (2002). Berdasarkan hal tersebut maka dapat dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H9 : Kepemilikan institusional mampu memoderasi hubungan antara arus kas bebas/ *free cash flow* dan pembayaran dividen.

Kepemilikan institusional dapat memainkan peran penting untuk menentukan berapa banyak dividen dapat dibagi dan bagaimana pengaruhnya terhadap asimetri informasi dan keputusan investor (Zaher *et al.*, 2017). Jory *et al.* (2017) menemukan bahwa intensitas kepemilikan saham oleh investor institusional dan lamanya periode kepemilikan (*holding persistence*) secara signifikan mampu meningkatkan kemungkinan pembayaran dividen. Variabel ukuran perusahaan juga menunjukkan pengaruh positif pada kebijakan dividen.. Penelitian oleh Jacob dan Lukose (2018) menyatakan bahwa

pengaruh kepemilikan institusional terhadap pembayaran dividen secara endogenitas memiliki pengaruh yang kuat diantara perusahaan besar. Berdasarkan kajian literatur pada penelitian terdahulu maka dapat dikemukakan hipotesis sebagai berikut:

H10 : Kepemilikan institusional mampu memoderasi hubungan antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen.

Pembahasan berkenaan dengan kepemilikan institusional ini sangat erat kaitannya dengan peran dari tipe pemegang saham institusional dalam memberikan pengaruh pada permasalahan keagenan. Maznorbalia *et al.*, (2023) menjelaskan bahwa investor institusional sangat penting untuk menjaga nilai pemegang saham tetap tinggi dengan mengurangi konflik keagenan dan mempromosikan tata kelola yang baik. Pengaruh investor institusional ini dilakukan dengan melakukan pemantauan dan keterlibatan dialog sebagai peran yang paling berpengaruh. Lakhal *et al.*, (2023) juga memberikan penjelasan bahwa pemantauan dewan memiliki efek moderasi yang positif terhadap pembayaran dividen, penelitiannya menyatakan bahwa dewan (*board*) memainkan peran pengawasan yang baik dalam menyelesaikan konflik kepentingan antara pemegang saham dan pemangku kepentingan.

III. METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian dengan pengujian hipotesis (*hypotheses testing*). Pengujian ini dilakukan untuk melihat hubungan sebab akibat antara variabel-variabel yang akan diteliti yaitu antara variabel dependen berupa pembayaran dividen tunai dengan variabel independen berupa karakteristik keuangan yang terdiri dari profitabilitas, leverage, likuiditas, ukuran perusahaan dan arus kas bebas serta kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang dapat diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (IDX), Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), data ICMD, dan data dari sumber lainnya.

3.2 Lokasi dan Waktu Penelitian

Lokasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), dengan cara mengakses situs www.idx.co.id dan situs <https://www.ksei.co.id/> dan situs lainnya yang terkait serta penggunaan data ICMD. Pelaksanaan penelitian dalam pengumpulan data dan perhitungan analisis regresi dilakukan pada Oktober 2023 s.d. April 2024.

3.3 Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek/subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari kemudian ditarik kesimpulan (Sugiyono, 2007). Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan pembayaran dividen tunai (*cash dividend*) pada periode tahun 2010 s.d. 2021.

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi (Sugiyono, 2007). Pengambilan sampel dalam penelitian dilakukan secara *purposive sampling* yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan

atau kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010 s.d. 2021 dan telah memiliki laporan keuangan serta dapat diakses untuk dapat dilakukan analisis.
2. Perusahaan manufaktur membagikan deviden tunai selama periode penelitian yaitu baik secara kontinyu tiap tahun atau untuk beberapa tahun tertentu. Penelitian ini tidak memasukkan sampel perusahaan manufaktur yang tidak membagikan sama sekali dalam periode penelitian dengan beberapa pertimbangan sebagai berikut:
 - a) Pembayaran dividen merupakan variabel dependen, sehingga perusahaan yang tidak pernah membagikan dividen tidak memiliki variasi data terkait dividen. yang dapat menyebabkan bias dalam estimasi model atau membuat analisis regresi menjadi kurang valid.
 - b) Perusahaan yang tidak pernah membagikan dividen merupakan perusahaan yang memiliki karakteristik khusus, misalnya sedang mengalami kesulitan keuangan atau dalam tahap pertumbuhan yang agresif. Jika perusahaan ini dimasukkan dalam sampel, hasil penelitian bisa terdistorsi oleh *outlier* atau *noise* yang tidak berkaitan langsung dengan pembayaran dividen.
 - c) Upaya untuk melakukan analisis regresi yang valid, diperlukan variasi dalam variabel dependen. Jika banyak perusahaan dalam sampel memiliki nilai dividen nol selama seluruh periode penelitian, maka dapat menyebabkan distribusi data yang tidak sesuai untuk analisis statistik dalam penelitian.
3. Perusahaan manufaktur yang memiliki kepemilikan institusional (*institutional ownership*) pada komposisi sahamnya.

Tabel 3.1 Resume Kriteria Sampel

Deskripsi	Jumlah
Perusahaan yang terdaftar di sektor manufaktur periode 2010-2021	194
Perusahaan yang melakukan IPO selama periode 2010-2021	(76)
Perusahaan dengan perolehan data laporan keuangan tidak lengkap oleh peneliti dalam periode penelitian	(3)
Perusahaan tidak membagikan dividen tunai dalam periode penelitian	(28)
Perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan institusional dalam periode penelitian	(2)
Total	85

Sumber : Lampiran 2 Kriteria Sampel Penelitian

3.4 Metode Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah teknik pengumpulan data sekunder, yaitu dengan melakukan unduhan laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang sudah di audit melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia di www.idx.co.id/, <https://www.ksei.co.id/>, www.sahamoke.com, <https://finance.yahoo.com/>, dan data ICMD selama periode penelitian sesuai kriteria sampel yang telah ditentukan.

3.5 Defenisi Operasional dan Metode Pengukuran Variabel

Konsep dasar dari definisi operasional mencakup pengertian untuk mendapatkan data yang akan dianalisis dengan tujuan untuk mengoperasionalkan konsep-konsep penelitian menjadi variabel penelitian serta cara pengukurannya. Adapun definisi operasional yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Variabel Independen (X)

a. Profitabilitas/ Return On Equity (X₁)

Profitabilitas adalah sesuatu yang diperoleh perusahaan atas biaya yang dikeluarkan, yang dapat berarti selisih antara pendapatan perusahaan dengan biaya yang dikeluarkan dalam satu periode akuntansi. Profitabilitas dalam penelitian ini diprosksikan dengan *return on equity* (ROE). (Jabbouri, 2016; Dewasiri *et al.*, 2019).

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{earning after tax (EAT)}}{\text{total equity}} \times 100\%$$

b. Likuiditas/ *NLB* (X₂)

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar, dan untuk menutupi kebutuhan yang tidak terduga (Hossain & Alam, 2019). Likuiditas juga mengacu pada jumlah aset likuid atau kas yang dimiliki perusahaan (Samo & Murad, 2019). Likuiditas dalam penelitian ini diprosksikan dengan menggunakan rasio likuiditas dinamis dengan memperhatikan *net working capital* (NWC) pada komponen keuangan yaitu *net liquid balance* (NLB). Rasio likuiditas finansial merupakan hasil perhitungan dari NLB dibagi dengan *Total Assets* (Canina & Carvell, 2008).

$$\text{Liquidity Ratio} = \frac{\text{NLB}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$$

$$\text{NLB} = (\text{Cash} + \text{Cash Equivalents} + \text{Marketable Securities} - \text{Notes Payable} - \text{Current Portion of Long-Term Debt})$$

c. Leverage/ *Long Term Debt Equity Ratio* (X₃)

Salah satu rasio yang termasuk dalam rasio solvabilitas atau leverage adalah DER. Leverage dalam penelitian ini yang dimaksud adalah *long term leverage* yang diprosksikan dengan menggunakan LtDER. Rasio ini merupakan rasio total hutang jangka panjang terhadap total ekuitas (modal sendiri), yang menunjukkan kemampuan ekuitas perusahaan untuk melunasi seluruh hutangnya. (Jensen *et al.*, 1992; Al-Malkawi *et al.*, 2010; Jabbouri, 2016); Dąbrowska *et al.*, 2020).

$$\text{Long Term Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

Penjelasan berkenaan dengan utang jangka panjang yang dimaksud menggunakan *long-term debt* bukan menggunakan *non current liabilities* karena *long-term debt* lebih mencerminkan *leverage* keuangan aktual dari utang berbunga, dibandingkan dengan total *non-current liabilities* yang memiliki

berbagai komponen lain, seperti liabilitas pajak tangguhan atau kewajiban pensiun, yang tidak selalu mencerminkan utang berbunga yang mempengaruhi likuiditas perusahaan. Jika menggunakan seluruh *non-current liabilities*, analisis *leverage* bisa menjadi kurang akurat karena mencampurkan komponen kewajiban yang sifatnya berbeda.

d. Arus Kas Bebas/ *Free Cash Flow Yield* (X4)

FCF merupakan arus kas bersih dari aktivitas operasi dikurangi pengeluaran modal rata-rata. Perhitungan FCF yang digunakan yaitu menggunakan *free cash flow to firm*, yaitu mewakili uang tunai yang dihasilkan oleh operasi inti perusahaan yang dimiliki oleh semua penyedia modal (baik utang maupun ekuitas). Formulasi proksi FCF mengikuti perhitungan Holder *et al.* (1998) dan Jabbouri (2016), dengan rumusan rasio $FCF = (Net\ income + interests\ expenses + depreciation + amortization - capital\ expenditure)/Book\ value\ of\ assets$.

$$FCF = \frac{\text{net income} + \text{interest expenses} + (\text{depreciation} + \text{amortization}) - \text{capex}}{\text{book value of assets (enterprise value)}} \times 100\%$$

e. Ukuran perusahaan (X5)

Ukuran perusahaan dapat didefinisikan dengan berbagai cara, seperti dalam hal nilai tambah, penjualan, atau jumlah karyawan. Cara umum lainnya untuk mengukur ukuran perusahaan termasuk mengkategorikan perusahaan berdasarkan jumlah karyawan, seperti mikro, kecil, menengah, dan besar, atau menggunakan ukuran seperti total aset, total penjualan, dan kapitalisasi pasar (Karlsson, 2021; Hashmi *et al.*, 2020).

Proksi yang dapat digunakan untuk ukuran perusahaan yaitu menggunakan logaritma natural total aset. Nilai buku aset total adalah nilai aset total yang tercatat dalam neraca tahun (Redding, 1997; Dąbrowska *et al.*, 2020).

$$SIZE = \ln(\text{Total Assets})$$

Variabel Dependensi (Y)

Pembayaran Dividen

Pembayaran dividen mengacu pada keputusan perusahaan tentang berapa banyak keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai

dividen tunai dan berapa banyak yang akan ditahan sebagai laba ditahan (Al-Malkawi *et al.*, 2010)

Kebijakan pembayaran dividen merupakan rencana tindakan yang harus diikuti dalam pengambilan keputusan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2010–2021. Pembayaran dividen dalam penelitian ini diprososikan dengan DPR. *Dividend Payout Ratio* (DPR) merupakan sebagian dari laba bersih perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham (Wahjudi, 2019; Amidu & Abor, 2006). *Dividend Payout Ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \times 100\%$$

Variabel Moderating (M)

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional mengacu pada persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional, seperti institusi keuangan yang menerima dana dari pihak ketiga untuk investasi atas nama mereka sendiri dan bertindak atas nama pihak-pihak tersebut (Chung & Zhang, 2011). Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan mengacu pada saham yang dipegang oleh perusahaan investasi, dana investasi, dan entitas besar lainnya, bukan oleh investor ritel perorangan. Entitas-entitas ini termasuk reksadana, dana pensiun, perusahaan asuransi, yayasan swasta, dana abadi, dan entitas besar lainnya yang mengelola dana atas nama orang lain. Kepemilikan institusional signifikan karena dapat mempengaruhi nilai sekuritas dan minat calon investor lainnya.

Kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan rasio antara jumlah saham yang dimiliki pihak institusi (seperti bank, dana pensiun, perwalian investasi, dan perusahaan asuransi dari total modal saham perusahaan) terhadap total saham yang beredar pada perusahaan (Amidu & Abor, 2006; Al-Najjar & Kilincarslan, 2016). Kepemilikan institusional dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{INST} = \frac{\text{number of shares owned by institutional}}{\text{total number of shares}} \times 100\%$$

3.6 Metode Analisis Data

Pengolahan data statistik memiliki peran yang sangat penting dalam suatu penelitian karena dari hasil pengolahan data akan kita dapatkan kesimpulan penelitian. Teknik pengolahan data mencakup perhitungan data analisis model penelitian. Sebelum membuat kesimpulan dalam suatu penelitian analisis terhadap data harus dilakukan agar hasil penelitian menjadi akurat. Berdasarkan hal tersebut, penelitian ini dilakukan dengan metode statistik yang dibantu program EVIEWS13.

3.6.1 Prosedur Analisis Data

Analisis dalam penelitian ini menggunakan data panel yang merupakan gabungan antara data deret waktu (*time-series*) dan data deret lintang (*cross-section*). Pada penelitian ini menggunakan data panel (*balance panel*) yaitu keadaan dimana unit *cross-sectional* memiliki jumlah observasi *time series* yang sama.

Keselarasan atau kecocokan model regresi untuk analisis regresi merupakan penjelasan mengenai seberapa besar variasi variabel terikat dengan menggunakan variabel bebas dalam model regresi (Prawoto & Basuki, 2020). *Goodness of fit model* penelitian ini ditentukan dengan kecocokan menggunakan koefisien determinasi (*R-square*) dan *Adjusted R-squared*.

Penelitian ini menggunakan variabel moderasi yaitu kepemilikan institusional. Klasifikasi uji moderasi menurut (Sharma *et al.*, 1981) dibagi menjadi empat, yaitu *pure moderator*, *homologize moderator*, *quasi moderator*, dan *predictor*.

Tabel 3.2 Klasifikasi Jenis Moderasi

Deskripsi	β moderasi	β interaksi
Pure Moderator	tidak signifikan	signifikan
Homologiser Moderator	tidak signifikan	tidak signifikan
Quasi Moderator	signifikan	signifikan
Predictor	signifikan	tidak signifikan

Sumber : Sharma *et.al*, 1981

Tabel 3.2 menunjukkan bahwa *pure moderator* adalah variabel yang murni sebagai variabel moderasi. Jika variabel tersebut memiliki potensi untuk menjadi variabel moderasi, maka disebut sebagai moderator homolog.

Moderator semu terjadi ketika variabel tersebut memoderasi pengaruh variabel independen dengan variabel dependen, variabel moderator juga menjadi variabel independen. Variabel prediktor adalah variabel yang hanya berperan sebagai variabel intervening, eksogen, anteseden, independen dalam model penelitian yang diajukan (Sharma *et al.*, 1981).

Penjelasan terkait pengaruh moderasi antara variabel bebas yaitu profitabilitas, likuiditas, leverage, arus kas bebas, dan ukuran perusahaan terhadap kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi pada permodelan regresi yang dipilih maka atas nilai dari koefisien regresi yang didapat akan dilakukan pengujian koefisien determinasi dari masing -masing variabel sehingga akan dapat ditentukan pengaruh moderasi kepemilikan institusional pada variabel-variabel bebas terhadap pembayaran dividen sebagai variabel terikatnya.

Pemodelan data panel pada dasarnya menggabungkan pembentukan model yang dibentuk berdasarkan runtun waktu (*time series*) dan berdasarkan *cross section* (Maruddani, 2014). Sehingga secara umum dalam model data panel dapat dituliskan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}; \quad i = 1, 2, \dots, N; \text{ dan } t = 1, 2, \dots, T$$

dimana :

Y = variabel dependen

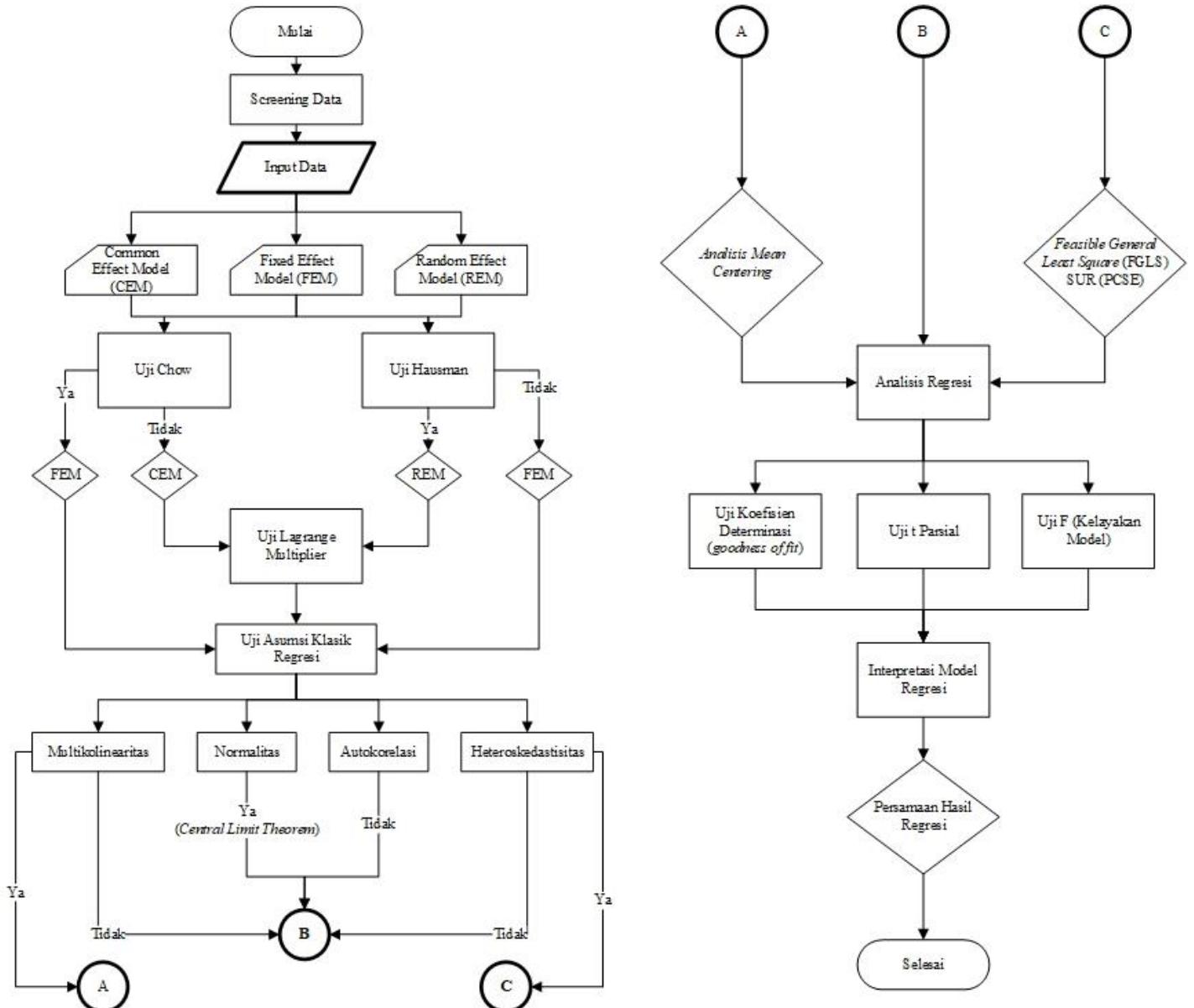
X = variabel independen merupakan data *time series*

N = banyaknya variabel dependen merupakan data *cross sectional* (banyaknya observasi)

T = banyaknya waktu

$N \times T$ = banyaknya data panel

Prosedur analisis data dalam panelitian ini ditampilkan pada diagram alir Gambar 3.1 berikut:



Gambar 3.1
Prosedur Analisis Data

3.6.2 Pemeriksaan dan Penyaringan Data

Pemeriksaan dan penyaringan data merupakan tahap awal dalam analisis data untuk memastikan kualitas dan validitas data sebelum dilakukan analisis lebih lanjut. Proses yang dilakukan pada penelitian ini mencakup *screening data* dan penggunaan metode imputasi data yang digunakan untuk menangani data yang hilang atau tidak lengkap.

- a. *Screening Data* dan Validasi Kualitas Data

Screening data bertujuan untuk memastikan data yang digunakan dalam penelitian memenuhi syarat kelayakan dan tidak mengandung kesalahan sistematis yang dapat mempengaruhi hasil analisis. Proses ini mencakup:

- (1) Pemeriksaan Konsistensi Data: memastikan tidak ada ketidaksesuaian antar variabel dalam dataset.
- (2) Pemeriksaan Kelengkapan Data: mengidentifikasi data yang hilang dan menentukan langkah penanganannya.
- (3) Validasi Rentang Nilai Data: memastikan nilai yang tercatat dalam dataset berada dalam batas yang wajar dan sesuai dengan teori atau logika penelitian.

b. Analisis Terhadap *Missing Data* dan Validitas Nilai Nol dalam Data

Dalam analisis regresi, penanganan data yang hilang (*missing data*) dan data dengan nilai nol (*zero values*) memerlukan perhatian khusus untuk memastikan validitas dan keandalan model.

(1) Pemeriksaan *Mising Data*

Missing data dapat terjadi karena berbagai alasan, seperti kesalahan pengukuran atau responden yang tidak menjawab pertanyaan tertentu. Keberadaan data yang hilang dapat memengaruhi hasil analisis regresi, menyebabkan bias atau penurunan daya inferensial. Oleh karena itu, penting untuk mengidentifikasi dan menangani *missing data* dengan tepat. Penanganan yang dapat dilakukan yaitu diantaranya:

- Penghapusan Data: Penanganan dilakukan dengan cara menghilangkan baris atau kolom yang mengandung missing data. Pendekatan ini efektif jika jumlah missing data relatif kecil dan penghapusan tidak merusak signifikansi data. Akan tetapi, penghapusan dapat mengurangi ukuran dataset dan menghilangkan informasi berharga (Gifari, 2020).
- Imputasi Data: Penanganan dilakukan dengan cara menggantikan *missing data* dengan nilai yang diperkirakan, seperti rata-rata, median, atau menggunakan model prediktif. Metode ini membantu mempertahankan ukuran dataset dan mengurangi bias. Imputasi harus

dilakukan dengan hati-hati untuk menghindari terdapatnya pengenalan bias tambahan (Hendrawati, 2015).

Pada penelitian ini pada variabel leverage (ltDER) bahwa terdapat komponen pembentuk nilai variabel yaitu pada beberapa emiten tidak mencantumkan nilai *long term debt* dan pada laporan keuangannya hanya berupa *non current liabilities*. Pada data penelitian bahwa *non-current liabilities* tidak selalu bisa digunakan langsung untuk menghitung LtDER, tetapi bisa dijadikan *proxy* jika sebagian besar komponennya adalah *long-term debt*. Akan tetapi, pada catatan emiten yang ada tidak mencantumkan nilai komposisi LtDebt pada NCL sehingga tidak dapat meyakinkan peneliti dalam menentukan pembentukan proksi atas *missing data* ini, sehingga dilakukan imputasi data dengan pendekatan estimasi rata-rata berbasis industri pada sektor manufaktur yang diteliti.

Imputasi dengan metode *mean* mengisi *missing data* dengan rata-rata nilai yang diketahui pada suatu variabel. Pada data industri, rata-rata ini dihitung dalam kelompok industri yang sama, sehingga nilai yang diimputasi tetap merepresentasikan karakteristik kelompoknya (Ilhamsyah *et al.*, 2015). Pada survei tahunan manufaktur di Indonesia, jika data output atau variabel keuangan perusahaan hilang, maka nilai tersebut diisi dengan rata-rata output dari perusahaan lain dalam subsektor yang sama pada tahun tersebut (Lusmana & Paramudita, 2024).

(2) Pemeriksaan Data dengan Nilai Nol

Nilai nol dalam dataset dapat memiliki makna yang berbeda, tergantung pada konteksnya. Dalam analisis regresi, penting untuk memahami apakah nilai nol menunjukkan ketiadaan (misalnya, pendapatan nol) atau merupakan nilai yang hilang yang diisi dengan nol. Kesalahan dalam interpretasi nilai nol dapat memengaruhi validitas model. Beberapa metode tersedia untuk mengatasi masalah ini, termasuk transformasi skor terbalik, model rintangan, model *zero-inflated* (Hidayat, 2013; Yusuf *et al.*, 2024), *Censored Regression* (Tobit Regression) (Cintiani, 2017), dan Data Transformation/ Log Transformation (Hidayat, 2013).

Nilai nol adalah nilai yang valid dan bukan merupakan data yang hilang, terutama jika nol memiliki makna dalam konteks penelitian. Beberapa contoh kasus di mana nilai nol adalah nilai yang valid: sebagai contoh pada penelitian keuangan, pembayaran dividen sebesar nol berarti perusahaan tidak membagikan dividen untuk tahun tertentu. Oleh karena itu, nilai nol tidak boleh secara otomatis dianggap sebagai *missing data* dan tidak boleh dihapus atau diubah tanpa justifikasi yang kuat.

3.6.3 Estimasi Model Regresi

Untuk mengestimasi parameter model dengan data panel, terdapat tiga teknik (model) pendekatan yang terdiri dari *Common Effect*, pendekatan efek tetap (*fixed effect*), dan pendekatan efek acak (*random effect*) (Gujarati & Porter, 2009). Ketiga model pendekatan dalam analisis data panel tersebut, dapat dijelaskan sebagai berikut:

a. *Common Effect Model*

Merupakan pendekatan paling sederhana yang disebut estimasi CEM atau *pooled least square*. Model ini tidak memperhatikan dimensi individu maupun waktu sehingga diasumsikan bahwa perilaku antar individu sama dalam berbagai kurun waktu. Model ini hanya mengkombinasikan data *time series* dan *cross section* dalam bentuk *pool*, mengestimasinya menggunakan pendekatan kuadrat terkecil/ *pooled least square*.

b. Model Efek Tetap (*Fixed Effect Model*)

Model *Fixed effects* mengasumsikan bahwa terdapat efek yang berbeda antar individu. Perbedaan itu dapat diakomodasi melalui perbedaan pada *intersepsi*. Oleh karena itu, dalam model *fixed effects*, setiap individu merupakan parameter yang tidak diketahui dan akan diestimasi dengan menggunakan teknik variabel *dummy*. Salah satu cara memperhatikan unit *cross-section* pada model regresi panel adalah dengan mengijinkan nilai *intersep* berbeda-beda untuk setiap unit *cross-section* tetapi masih mengasumsikan *slope* koefisien tetap.

Teknik seperti diatas dinamakan *Least Square Dummy Variabel* (LSDV). Selain diterapkan untuk efek tiap individu, LSDV ini juga dapat

mengakomodasi efek waktu yang bersifat sistemik. Hal ini dapat dilakukan melalui penambahan variabel *dummy* waktu di dalam model.

c. Pendekatan Efek Acak (*Random Effect Model*).

Berbeda dengan *fixed effects* model, efek spesifik dari masing-masing individu diperlakukan sebagai bagian dari komponen *error* yang bersifat acak dan tidak berkorelasi dengan variabel penjelas yang teramat, model seperti ini dinamakan *random effects model* (REM). Model ini sering disebut juga dengan *error component model* (ECM).

Metode OLS tidak bisa digunakan untuk mendapatkan estimator yang efisien bagi model *random effects*. Metode yang tepat untuk mengestimasi model *random effects* adalah *Generalized Least Squares* (GLS) dengan asumsi *homoskedastik* dan tidak ada *cross-sectional correlation*. Untuk menentukan model estimasi yang akan digunakan, maka dilakukan Uji *Chow-Test*, Uji *Hausman-Test* dan Uji *Bruesch-Pagan*.

3.6.4 Pemilihan Model Regresi

Dari ketiga model yang telah diestimasi akan dipilih model mana yang paling tepat/sesuai dengan tujuan penelitian. Ada tahapan uji (*test*) yang dapat dijadikan alat dalam memilih model regresi data panel (CE, FE atau RE) berdasarkan karakteristik data yang dimiliki, yaitu: F Test (*Chow Test*), *Hausman Test*, dan Uji *Lagrange Multiplier* (LM).

a. F Test (*Chow Test*)

Uji *Chow-Test* bertujuan untuk menguji/membandingkan atau memilih model mana yang terbaik apakah model *Common Effect* atau *Fixed Effect* yang akan digunakan untuk melakukan regresi data panel. Pengujian F Test (*Uji Chow*) ini dilakukan dengan hipotesis sebagai berikut:

$$H_0: \text{Common Effect (CE)}$$

$$H_1: \text{Fixed Effect Model}$$

Uji F dilakukan dengan memperhatikan nilai probabilitas (Prob.) untuk *Cross-section* F. Jika nilainya $> 0,05$ (ditentukan di awal sebagai tingkat signifikansi atau alpha) maka model yang terpilih adalah CEM, tetapi jika $< 0,05$ maka model yang terpilih adalah FEM.

Bila berdasarkan Uji *Chow-Test* model yang terpilih adalah *Common Effect*, maka langsung dilakukan uji regresi data panel. Tetapi bila yang terpilih adalah model *Fixed Effect*, maka dilakukan Uji *Hausman-Test* untuk menentukan antara model *Fixed Effect* atau *Random Effect* yang akan dilakukan untuk melakukan uji regresi data panel.

b. Uji *Hausman Test*

Uji *Hausman Test* dilakukan untuk membandingkan/memilih model mana yang terbaik antara FEM dan REM yang akan digunakan untuk melakukan regresi data panel. Hipotesis dalam uji Hausman sebagai berikut :

$$H_0: \text{Random Effect Model}$$

$$H_1: \text{Fixed Effect Model}$$

H_0 ditolak jika P-value lebih kecil dari nilai α . H_0 diterima jika P-value lebih besar dari nilai α . Nilai α yang digunakan adalah 5%.

Uji *Hausman* dilihat menggunakan nilai probabilitas dari *cross section random effect* model. Jika nilai probabilitas dalam uji Hausman lebih kecil dari 5% maka H_0 ditolak yang berarti bahwa model yang cocok digunakan dalam persamaan analisis regresi tersebut adalah model *fixed effect*. Dan sebaliknya jika nilai probabilitas dalam uji Hausman lebih besar dari 5% maka H_0 diterima yang berarti bahwa model yang cocok digunakan dalam persamaan analisis regresi tersebut adalah model *random effect*.

c. Uji *Lagrange Multiplier (LM)/ Bruesch-Pagan*

Uji Lagrange Multiplier (LM) memiliki tujuan untuk membandingkan antara metode common effects dengan metode random effects. Hipotesis dalam uji LM sebagai berikut :

$$H_0: \text{Common Effect Model}$$

$$H_1: \text{Random Effect Model}$$

Jika nilai probabilitas dalam uji Uji Lagrange Multiplier (LM) lebih kecil dari 5% maka H_0 ditolak yang berarti bahwa model yang cocok digunakan dalam persamaan analisis regresi tersebut adalah model random effect. Dan sebaliknya jika nilai probabilitas dalam uji Uji Lagrange Multiplier (LM) lebih besar dari 5% maka H_0 diterima

3.6.5 Uji Asumsi Klasik

Dalam penelitian ini model estimasi yang diharapkan dapat menganalisa pengaruh variabel dependen pada variabel independen sehingga diperoleh model penelitian yang terbaik dengan teknik-teknik analisis seperti yang telah diuraikan di atas.

Menurut Iqbal (2015) regresi data panel memberikan alternatif model, *Common Effect*, *Fixed Effect* dan *Random Effect*. Model *Common Effect* dan *Fixed Effect* menggunakan pendekatan *Ordinary Least Squared* (OLS) dalam teknik estimasinya, sedangkan *Random Effect* menggunakan *Generalized Least Squares* (GLS) sebagai teknik estimasinya. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam regresi linier dengan pendekatan *Ordinary Least Squared* (OLS) meliputi uji Linieritas, Autokorelasi, Heteroskedastisitas, Multikolinieritas dan Normalitas.

Uji linieritas hampir tidak dilakukan pada setiap model regresi linier. karena sudah diasumsikan bahwa model bersifat linier. Kalaupun harus dilakukan semata-mata untuk melihat sejauh mana tingkat linieritasnya. Uji Autokorelasi hanya terjadi pada data *time series*. Pengujian autokorelasi pada data yang tidak bersifat *cross section* atau data panel tidaklah terlalu berarti, akan tetapi perlu dilakukan untuk mengetahui apakah ada hubungan antara residual pada periode (t) dengan residual pada periode ($t-1$). Uji multikolinieritas perlu dilakukan pada saat regresi linier menggunakan lebih dari satu variabel bebas. Jika variabel bebas hanya satu, maka tidak mungkin terjadi multikolinieritas. Heteroskedastisitas biasanya terjadi pada data *cross section*, dimana data panel lebih dekat ke ciri data *cross section* dibandingkan *time series*.

Uji normalitas pada dasarnya bukan merupakan syarat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) dan beberapa pendapat peneliti menyatakan tidak mengharuskan syarat ini sebagai sesuatu yang wajib dipenuhi. Uji normalitas bukan merupakan syarat BLUE dan syarat ini bukan sebagai sesuatu yang wajib dipenuhi (Basuki, 2021), akan tetapi penggunaan uji F dan uji t mengharuskan faktor kesalahan mengikuti distribusi normal (Gujarati & Porter, 2009), maka uji normalitas tetap dilakukan. Pada regresi data panel, sebagian peneliti menyatakan bahwa tidak semua uji asumsi klasik yang ada pada metode OLS

dipakai, hanya multikolinieritas dan heteroskedastisitas saja yang diperlukan (Basuki, 2021; Napitupulu *et al.*, 2021). Uji asumsi-asumsi tersebut adalah sebagai berikut:

a. Uji Normalitas

Untuk mendekripsi normalitas data dapat dilakukan melalui Uji *Jarque Bera* menggunakan ukuran skewness dan kurtosis. Mendekripsi apakah residualnya berdistribusi normal atau tidak dengan membandingkan nilai *Jarque Bera* (JB) dengan X^2 tabel dan p-value dengan nilai α , (Hamid *et al.*, 2020) yaitu:

- 1) Jika nilai $JB > X^2$ tabel dan $p\text{-value} < \alpha = 0,05$; maka residualnya berdistribusi tidak normal.
- 2) Jika nilai $JB < X^2$ tabel dan $p\text{-value} > \alpha = 0,05$; maka residualnya berdistribusi normal.

b. Uji Autokorelasi

Autokorelasi muncul karena residual yang tidak bebas antar satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini disebabkan karena *error* pada individu cenderung mempengaruhi individu yang sama pada periode berikutnya. Masalah autokorelasi sering terjadi pada data *time series* (runtut waktu). Deteksi autokorelasi pada data panel dapat melalui uji Durbin-Watson. Nilai uji Durbin-Watson dibandingkan dengan nilai tabel Durbin-Watson untuk mengetahui keberadaan korelasi positif atau negatif (Sugiyono, 2007). Selain dengan uji Durbin-Watson, untuk mengetahui ada atau tidak autokorelasi dapat dilakukan dengan cara uji *Breusch-Godfrey* (LM test). Autokorelasi LM test bisa diketahui dimana sesuai hipotesis sebagai berikut:

- 1) Hipotesis H_0 jika nilai probabilitas (p-value) $> \alpha=0,05$ maka penelitian tersebut tidak terdapat gejala autokorelasi;
- 2) Hipotesis H_1 jika nilai probabilitas (p-value) $< \alpha=0,05$, maka penelitian tersebut terdapat autokorelasi.

c. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Jika

variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel tersebut tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol. Untuk mendekripsi ada atau tidaknya multikolinieritas di dalam model regresi adalah sebagai berikut:

- 1) Nilai R^2 yang dihasilkan tinggi (signifikan), namun nilai standar *error* dan tingkat signifikansi masing-masing variabel sangat rendah.
- 2) Menganalisis matrik korelasi variabel-variabel independen. Jika antar variabel independen ada korelasi yang cukup tinggi (umumnya diatas 0,85), maka hal tersebut mengindikasikan adanya multikolinieritas.

d. Uji Heterokedastisitas

Heterokedastisitas timbul apabila nilai residual dari model tidak memiliki varians yang konstan. Artinya, setiap observasi mempunyai reliabilitas yang berbeda-beda akibat perubahan kondisi yang melatarbelakangi tidak terangkum dalam model. Gejala ini sering terjadi pada data *cross section*, sehingga sangat dimungkinkan terjadi heterokedastisitas pada data panel.

Untuk mendekripsi adanya heteroskedastisitas menurut Hamid *et al.* (2020), heteroskedastisitas dapat didekripsi dengan membandingkan nilai *Sum Square Resid* (SSR) pada metode *fixed effect model* (FEM) dengan nilai SSR pada metode *Generalized Least Square* (GLS). Data terbebas dari masalah heteroskedastisitas apabila nilai SSR FEM < SSR GLS. Terdapat beberapa metode lainnya dalam menguji adanya gejala heterokedastisitas, diantaranya dengan menggunakan Uji Breusch-Pagan-Godfrey, Uji Park, Uji Glejser , Uji White. Pada Penelitian ini menggunakan Uji Glejser kerena merupakan metode yang umum digunakan dalam meneliti adanya gejala heteroskedastisitas.

Pengujian Glejser dilakukan dengan mendapatkan residual dari regresi OLS, yaitu dengan meregresikan nilai *absolute* dari residual (resid)/ res_abs terhadap variabel independen yang diperkirakan mempunyai hubungan erat dengan varians yang dihasilkan. Hipotesis dari penentuan res_abs terhadap variabel bebasnya sebagai berikut:

- 1) Hipotesis H_0 jika nilai prob./ sig. $> \alpha=0,05$; tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.

- 2) Hipotesis H_1 Jika nilai prob./ sig. $< \alpha=0,05$; maka terjadi gejala heteroskedastisitas.

3.6.6 Analisis Mean Centering

Mean centering merupakan proses statistik yang melibatkan pengurangan nilai rata-rata dari setiap nilai variabel. *Mean centering* efektif untuk mengurangi multikolinearitas, terutama dalam model regresi yang melibatkan variabel interaksi (Echambadi & Hess, 2007); (Multin *et al.*, 2016).

$$X_{\text{centered}} = X - \bar{X}$$

keterangan:

X adalah nilai asli variabel,

\bar{X} adalah rata-rata dari variabel tersebut

Mean centering sering digunakan untuk meningkatkan stabilitas estimasi parameter regresi dan mengurangi korelasi antarvariabel. Hal ini tidak mengubah hubungan antara variabel, tetapi bisa meningkatkan stabilitas estimasi dalam regresi. Dalam konteks data panel, *Mean centering* sangat berguna untuk mengatasi multikolinearitas pada model yang melibatkan variabel interaksi (misalnya, efek gabungan antara waktu dan wilayah) (Iacobucci *et al.*, 2017). Teknik ini juga kompatibel dengan metode seperti *Fixed Effect Model* (FEM), di mana efek rata-rata antar individu atau waktu sering kali menjadi perhatian utama. *Mean centering* efektif dalam mengatasi multikolinearitas dan meningkatkan performa model, baik dalam prediksi maupun interpretasi hasil analisis (Multin *et al.*, 2016; Baihaqi *et al.*, 2023).

Mean centering hanya mengubah skala variabel dengan mengurangi nilai rata-rata, tetapi tidak mengubah hubungan linier antara variabel independen. Dalam regresi yang melibatkan interaksi antar-variabel, *mean centering* membantu mengurangi kolinearitas antara variabel utama dan interaksinya. *Mean centering* dapat berguna untuk mempermudah interpretasi koefisien, terutama dalam analisis efek interaksi (Iacobucci *et al.*, 2017). Penjelasan dari Disatnik dan Sivan (2016) bahwa dalam analisis regresi, terutama saat melibatkan variabel interaksi, sering terjadi peningkatan multikolinearitas antara variabel independen dan variabel interaksi tersebut. Hal ini dapat menyebabkan koefisien regresi

menjadi tidak stabil dan kesulitan dalam menginterpretasikan efek individu variabel. Untuk mengatasi masalah ini, Disatnik dan Sivan (2016) merekomendasikan penggunaan *mean centering* pada variabel independen sebelum membuat variabel interaksi. Dengan cara ini, nilai rata-rata dari setiap variabel independen dikurangkan, sehingga mengurangi korelasi antara variabel independen dan variabel interaksi. Langkah ini membantu dalam meningkatkan interpretabilitas koefisien regresi dan mengurangi multikolinearitas dalam model.

3.6.7 Regresi Feasible General Least Square (FGLS)

Model regresi yang memiliki permasalahan pelanggaran asumsi homoskedastisitas dan adanya ketergantungan *cross sectional* dapat menyebabkan masalah Non BLUE (*Best Linear Unbiased Estimation*) pada model regresi *Fixed Effect Model* (FEM). Salah satu solusi yang dapat dilakukan yaitu dengan menggunakan persamaan *Fixed Effect Model* dengan perhitungan *Feasible General Least Square* (FGLS) (Religi & Purwanti, 2017). FGLS merupakan pendekatan yang lebih praktis dari perhitungan *Generalized Least Squares* (GLS). FGLS mengestimasi terlebih dahulu matriks kovarians *error*, kemudian menggunakan estimasi ini sebagai pengganti matriks kovarians yang sebenarnya dalam perhitungan GLS.

FGLS menggantikan matriks kovarians yang tidak diketahui dengan estimatores konsisten. Estimasi model matriks kovarians yang dapat dilakukan dalam penanganan permasalahan heteroskedastisitas dan ketergantungan *cross sectional* adalah *Seemingly Unrelated Regression* (SUR) dengan metode estimasi *Maximum Likelihood Estimation* (MLE). Namun karena jumlah individu lebih banyak dari pada jumlah periode waktu penelitian, maka penggunaan langsung estimator dengan penimbang SUR tidak bisa dilakukan sehingga penimbang GLS yang digunakan yaitu *cross section weight* untuk mengakomodir masalah struktur varians-kovarians residual yang bersifat terpilih heteroskedastik. Untuk mengakomodir masalah adanya *cross sectional correlation* maka digunakan *robust coefficient covariances* dengan metode *cross section SUR (Panel-Corrected Standard Errors/ PCSE)* (Religi & Purwanti, 2017).

3.6.8 Uji Hipotesis

Interpretasi model regresi merupakan proses dalam memahami hubungan antara variabel dependen dan variabel independen serta variabel moderasi yang telah dimodelkan. Uji hipotesis merupakan alat yang sangat penting dalam proses interpretasi model persamaan ini.

1) Uji Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2), digunakan untuk mengukur seberapa besar variabel-variabel bebas dapat menjelaskan variabel terikat. Koefisien ini menunjukkan seberapa besar variasi total pada variabel terikat yang dapat dijelaskan oleh variabel bebasnya dalam model regresi tersebut. Nilai dari koefisien determinasi ialah antara 0 hingga 1. Nilai R^2 yang mendekati 1 menunjukkan bahwa variabel dalam model tersebut dapat mewakili permasalahan yang diteliti, karena dapat menjelaskan variasi yang terjadi pada variabel dependennya. Nilai R^2 sama dengan atau mendekati 0 (nol) menunjukkan variabel dalam model yang dibentuk tidak dapat menjelaskan variasi dalam variabel terikat. Nilai koefisien determinasi akan cenderung semakin besar bila jumlah variabel bebas dan jumlah data yang diobservasi semakin banyak. Oleh karena itu, maka digunakan ukuran *adjusted R²* (*Adj. R²*), untuk menghilangkan bias akibat adanya penambahan jumlah variabel bebas dan jumlah data yang diobservasi (Hamid *et al.*, 2020).

2) Uji t Statistik (Uji Statistik t)

Uji t-statistik digunakan untuk menguji pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel tidak bebas secara parsial. Uji t statistik biasanya berupa pengujian hipotesis:

$$H_0 = \text{Variabel bebas tidak mempengaruhi variabel tak bebas}$$

$$H_1 = \text{Variabel bebas mempengaruhi variabel tak bebas}$$

Pengambilan keputusan dilakukan dengan melihat nilai signifikansi pada tabel Coefficients. Biasanya dasar pengujian hasil regresi dilakukan dengan tingkat kepercayaan sebesar 95% atau dengan taraf signifikannya sebesar 5% ($\alpha = 0,05$).

Adapun kriteria dari uji statistik t (Ghozali, 2018) :

- 1) Jika nilai signifikansi uji $t > 0,05$ maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Artinya tidak ada pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen.
- 2) Jika nilai signifikansi uji $t < 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Artinya terdapat pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen
- 3) Uji Variansi (Uji Statistik F)

Uji F-statistik merupakan metode untuk menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel tak bebas secara keseluruhan (*simultan*). Uji F bertujuan untuk mengevaluasi apakah semua variabel independen dalam model regresi secara bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Uji F-statistik biasanya berupa pengujian hipotesis:

H_0 = Variabel bebas tidak mempengaruhi variabel tak bebas

H_1 = Variabel bebas mempengaruhi variabel tak bebas

Jika dalam pengujian kita menerima H_0 maka dapat kita simpulkan bahwa tidak terdapat hubungan yang linier antara dependen variabel dengan independen variabel. Pengambilan keputusan dilihat dari pengujian ini dilakukan dengan melihat nilai F yang terdapat di dalam tabel ANOVA, tingkat signifikansi yang digunakan yaitu sebesar 0,05. Adapun ketentuan dari uji F yaitu sebagai berikut (Ghozali, 2018):

- 1) Jika nilai signifikan F (p value) $< 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Artinya semua variabel independent/bebas memiliki pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen/terikat.
- 2) Jika nilai signifikan F (p value) $> 0,05$ maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Artinya, semua variabel independent/bebas tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen/terikat.

3.6.9 Interpretasi Model Regresi

Analisis data untuk menguji hipotesis pada penelitian ini menggunakan analisis *Moderated Regression Analysis* (MRA). MRA adalah analisis regresi moderasi yang menggunakan pendekatan analitis untuk menjaga integritas sampel dan memberikan dasar untuk mengendalikan pengaruh variabel moderasi (Ghozali, 2018). Model regresi MRA akan menyertakan unsur interaksi untuk menguji bagaimana variabel moderasi mempengaruhi hubungan antara variabel independen dan dependen. MRA memungkinkan peneliti untuk menilai apakah

dampak variabel independen terhadap variabel dependen bervariasi pada tingkat moderator yang berbeda. MRA merupakan alat yang digunakan untuk mendapatkan pemahaman yang lebih mendalam tentang hubungan antar variabel. Dengan mempertimbangkan efek moderasi dari variabel moderasi, MRA dapat memberikan pemahaman yang lebih akurat dan lebih mendalam (Disatnik & Sivan, 2016).

Setelah dilakukan pemeriksaan uji regresi baik dari uji asumsi klasik selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis untuk mendapatkan model regresi dalam menjawab hipotesis dalam penelitian. Interpretasi model digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen serta hipotesis pengaruh moderasi dimana terdapat interaksi antara variabel independen dan variabel moderasi. Berdasarkan dengan hal tersebut, maka model analisis regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 X_{5it} + \beta_6 M_{it} + \beta_7 X_1 * M_{it} + \\ \beta_8 X_2 * M_{it} + \beta_9 X_3 * M_{it} + \beta_{10} X_4 * M_{it} + \beta_{11} X_5 * M_{it} + \varepsilon_{it}$$

keterangan :

- Y_{it} = Pembayaran Dividen ke-i tahun ke-t
- α = Konstanta
- β_1, \dots, β_6 = Koefisien Regresi, termasuk terhadap variabel moderasi
- X_1_{it} = Profitabilitas ke-i tahun ke-t
- X_2_{it} = Likuiditas ke-i tahun ke-t
- X_3_{it} = Leverage ke-i tahun ke-t
- X_4_{it} = FCF perusahaan ke-i tahun ke-t
- X_5_{it} = Ukuran perusahaan ke-i tahun ke-t
- M_{it} = Kepemilikan Institusional ke-i tahun ke-t
- B_7, \dots, β_{11} = Koefisien regresi dari interaksi X_1, X_2, X_3, X_4, X_5 dengan M
- $X_1 * M_{it}$ = Interaksi antara variabel profitabilitas dan kepemilikan institusional ke-i tahun ke-t
- $X_2 * M_{it}$ = Interaksi antara variabel likuiditas dan kepemilikan institusional ke-i tahun ke-t
- $X_3 * M_{it}$ = Interaksi antara variabel leverage dan kepemilikan institusional ke-i tahun ke-t
- $X_4 * M_{it}$ = Interaksi antara variabel arus kas bebas perusahaan dan kepemilikan institusional ke-i tahun ke-t

$X_5 * M_{it}$ = Interaksi antara variabel ukuran perusahaan dan kepemilikan institusional ke-i tahun ke-t

ϵ = Tingkat kesalahan (standard error)

i = data perusahaan

t = data periode waktu

V. SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh karakteristik keuangan—meliputi profitabilitas, likuiditas, leverage, arus kas bebas, dan ukuran perusahaan—terhadap kebijakan pembayaran dividen. Selain itu, studi ini juga mengevaluasi peran kepemilikan institusional sebagai variabel moderator dalam hubungan antara faktor-faktor keuangan tersebut dan pembayaran dividen, dengan fokus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (IDX) selama periode 2010 hingga 2021. Analisis data dilakukan dengan menggunakan pengujian hipotesis model *Moderated regression analysis* (MRA) dengan menggunakan bantuan program komputer Eviews13. Berdasarkan hasil analisis, maka kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini sebagai berikut.

- 1) Hipotesis H₁ yang menyatakan profitabilitas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen ditolak. Teori struktur modal (*trade-off theory*) menyatakan bahwa dalam pasar sempurna struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan maupun kebijakan dividen. Namun, dalam kenyataan, adanya pajak, biaya yang timbul akibat kegagalan keuangan perusahaan, dan asimetri informasi membuat hubungan antara profitabilitas dan pembayaran dividen tidak selalu positif dan linear. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi tidak selalu membayar dividen lebih besar karena lebih memilih menahan laba untuk investasi atau memperkuat struktur modal. Jika perusahaan lebih memilih menggunakan laba ditahan untuk pembiayaan internal daripada membayar dividen (*packing order theory*), maka pengaruh profitabilitas terhadap dividen bisa menjadi tidak signifikan.
- 2) Hipotesis H₂ yang menyatakan likuiditas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen diterima. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas yang tinggi meningkatkan kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen, sesuai dengan teori keagenan, yang mengurangi konflik antara manajer dan pemegang saham serta memastikan stabilitas keuangan perusahaan. Pembayaran

dividen juga berfungsi sebagai mekanisme pengawasan eksternal.

- 3) Hipotesis H₃ yang menyatakan leverage berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen ditolak. Temuan pada penelitian menunjukkan bahwa tingkat utang perusahaan tidak memengaruhi keputusan pembagian dividen secara signifikan. Meskipun leverage dapat meningkatkan risiko keuangan, perusahaan dalam penelitian ini tetap dapat membuat keputusan dividen secara independen. Hal ini mencerminkan strategi keuangan yang lebih kompleks, seperti penggunaan pembiayaan eksternal jangka panjang dan efisiensi manajemen kas, yang memungkinkan perusahaan menjaga kebijakan dividen meskipun memiliki beban utang.
- 4) Hipotesis H₄ yang menyatakan arus kas bebas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen ditolak. Temuan ini menunjukkan bahwa meskipun arus kas bebas memberikan potensi untuk pembayaran dividen, keputusan tersebut dipengaruhi oleh faktor lain seperti peluang investasi, struktur kepemilikan, tata kelola perusahaan, dan strategi manajerial. Dalam kerangka teori keagenan, manajemen mungkin memilih untuk menahan arus kas guna mendanai ekspansi perusahaan atau menjaga fleksibilitas keuangan, sehingga dividen tidak hanya bergantung pada arus kas bebas yang tersedia. Hal ini sejalan dengan literatur yang menganggap arus kas bebas sebagai bagian dari pertimbangan strategis yang lebih kompleks.
- 5) Hipotesis H₅ yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen diterima. Perusahaan besar memiliki kapasitas finansial yang lebih kuat, stabilitas arus kas, dan akses terhadap pendanaan eksternal yang lebih baik, yang memungkinkan konsistensi dalam distribusi dividen. Hasil penelitian sejalan dengan teori keagenan, di mana perusahaan besar dengan tata kelola yang baik dapat mengurangi konflik keagenan, menjadikan ukuran perusahaan sebagai faktor penting dalam kebijakan dividen dan sinyal positif bagi pemegang saham terkait kinerja serta prospek perusahaan.
- 6) Hipotesis H₆ yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat memoderasi hubungan antara profitabilitas dan pembayaran dividen ditolak. Temuan penelitian menunjukkan bahwa interaksi antara profitabilitas dan kepemilikan institusional tidak signifikan secara statistik, mengindikasikan

bahwa kepemilikan institusional tidak efektif dalam memperkuat atau memperlemah hubungan antara profitabilitas dan kebijakan dividen. Hal ini disebabkan oleh heterogenitas tujuan investasi pemegang saham institusional serta dominasi faktor lain, seperti struktur modal, peluang pertumbuhan, dan kondisi pasar, yang mengaburkan efek moderasi tersebut.

- 7) Hipotesis H7 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara likuiditas dan pembayaran dividen diterima. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional, semakin kuat pengaruh likuiditas terhadap keputusan dividen perusahaan. Koefisien interaksi yang positif dan signifikan mengindikasikan bahwa investor institusional mendorong manajemen untuk membagikan kas berlebih kepada pemegang saham, sesuai dengan upaya mengurangi konflik keagenan. Temuan ini mendukung teori keagenan, di mana kepemilikan institusional berfungsi sebagai mekanisme pengawasan eksternal yang meningkatkan akuntabilitas manajerial dalam penggunaan likuiditas untuk pembayaran dividen, menghindari penggunaan kas untuk aktivitas berisiko tinggi.
- 8) Hipotesis H8 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara leverage dan pembayaran dividen ditolak. Hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien interaksi antara leverage dan kepemilikan institusional bernilai negatif namun tidak signifikan, yang mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional tidak mempengaruhi hubungan tersebut. Temuan ini mencerminkan bahwa pada kondisi leverage tinggi, perusahaan lebih cenderung memprioritaskan pembayaran kewajiban utang daripada mendistribusikan dividen, dan bahwa pengawasan dari investor institusional tidak cukup efektif dalam mengurangi dampak konflik keagenan yang timbul dari tekanan finansial tersebut. Oleh karena itu, kepemilikan institusional tidak berperan signifikan dalam memoderasi hubungan antara leverage dan kebijakan dividen.
- 9) Hipotesis H9 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara arus kas bebas dan pembayaran dividen ditolak. Temuan penelitian menunjukkan bahwa interaksi antara arus kas bebas dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, yang

mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional tidak efektif dalam memoderasi hubungan tersebut. Temuan ini menjelaskan bahwa meskipun arus kas bebas tersedia, konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham tetap tinggi, dan perbedaan preferensi investasi serta penahanan kas oleh manajemen mengurangi kemampuan kepemilikan institusional untuk menekan manajemen dalam membagikan dividen.

- 10) Hipotesis H10 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen diterima. Hasil pengujian menunjukkan bahwa interaksi antara ukuran perusahaan dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen, yang mengindikasikan bahwa peningkatan kepemilikan institusional melemahkan pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap pembayaran dividen. Temuan ini konsisten dengan teori keagenan, di mana kepemilikan institusional berfungsi sebagai mekanisme pengawasan yang efektif, memungkinkan perusahaan besar menahan laba untuk mendukung pertumbuhan jangka panjang tanpa harus mempertahankan dividen yang tinggi.

Penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak semua variabel independen maupun moderasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Likuiditas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan, sementara profitabilitas, leverage, dan arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan. Kepemilikan institusional terbukti hanya memoderasi hubungan antara likuiditas dan ukuran perusahaan terhadap dividen. Temuan penelitian mendukung teori keagenan, bahwa kebijakan dividen dipengaruhi tidak hanya oleh indikator keuangan, tetapi juga oleh efektivitas tata kelola dan mekanisme pengawasan eksternal.

5.2 Saran

Setelah melakukan penelitian, pembahasan dan merumuskan kesimpulan dari hasil penelitian, maka penulis memberikan beberapa saran yang berkaitan dengan penelitian yang telah dilakukan untuk dijadikan bahan pertimbangan yang berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan sebagai berikut.

- 1) Bagi Perusahaan

Pemahaman mengenai peran kepemilikan institusional dalam memoderasi pembayaran dividen memberikan implikasi strategis bagi perusahaan dalam menyeimbangkan antara distribusi laba dan reinvestasi untuk pertumbuhan. Kepemilikan institusional berperan sebagai mekanisme pengawasan yang dapat mengurangi konflik keagenan dan mendorong manajemen bertindak lebih transparan dan akuntabel, sehingga meningkatkan kepercayaan investor. Strategi komunikasi yang berbasis pada preferensi investor institusi serta pengelolaan likuiditas, profitabilitas, dan struktur modal yang sehat menjadi krusial dalam menjaga kesinambungan pembayaran dividen dan kinerja perusahaan secara keseluruhan.

2) Bagi Praktisi

Penelitian ini memberikan implikasi praktis bagi manajer dan eksekutif keuangan dalam merumuskan kebijakan dividen yang lebih tepat, khususnya pada perusahaan dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi. Pemahaman mengenai peran moderasi kepemilikan institusional memungkinkan perusahaan menyusun strategi pembayaran dividen yang transparan dan menarik bagi investor institusi, sekaligus memperkuat komunikasi dengan pemegang saham. Selain itu, kepemilikan institusional berkontribusi dalam mengurangi perilaku oportunistik manajer melalui peningkatan pengawasan, sehingga menurunkan biaya agensi dan mendorong penciptaan nilai jangka panjang serta peningkatan kinerja perusahaan.

3) Bagi Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini masih terbatas pada analisis pengaruh karakteristik keuangan tertentu terhadap pembayaran dividen, sehingga disarankan agar penelitian selanjutnya mencakup variabel tambahan seperti kebutuhan dana investasi, siklus hidup perusahaan, serta faktor eksternal seperti kondisi ekonomi, regulasi, dan dinamika pasar modal. Penelitian mendatang juga perlu mempertimbangkan variasi sektor industri, periode waktu, serta jenis kepemilikan lain seperti kepemilikan manajerial, keluarga, dan peran dewan komisaris, termasuk pengaruh heterogenitas tujuan investasi dalam kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J., & Bokpin, G. A. (2010). Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets. *Studies in Economics and Finance*, 27(3), 180–194. <https://doi.org/10.1108/10867371011060018>
- Adiputra, I. G. (2021). *The Influence of Profitability and Financial Leverage on Dividend Policy: An Evidence from Manufacturing Industrial Companies in Indonesia*: International Conference on Economics, Business, Social, and Humanities (ICEBSH 2021), Jakarta, Indonesia. <https://doi.org/10.2991/assehr.k.210805.211>
- Afza, T., & Mirza, H. H. (2010). Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3), 210. <https://doi.org/10.5539/ibr.v3n3p210>
- Ahmed, H., & Javid, A. Y. (2008). The determinants of dividend policy in Pakistan. *Munich Personal RePEc Archive (MPRA)*, Paper No. 37339, 1–15. 22 Mar 2012 12:37 UTC.
- Aleknevičienė, V., & Vilimaitė, K. (2023). Effect of ownership structure on dividend payments: Evidence from public companies in Nordic and Baltic Countries. *Cogent Economics & Finance*, 11:2. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2238377>
- Al-Khazali, O. M., & Zoubi, T. A. (2011). Empirical Testing Of Different Alternative Proxy Measures For Firm Size. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 21(3). <https://doi.org/10.19030/jabr.v21i3.1471>
- Al-Malkawi, H.-A. N., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9, 31.
- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from Portugal. *Revista Brasileira de Gestão e Negócios (Review Of Business Management)*, 17(54), 701–719. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i54.1943>
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: Evidence from Turkey. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(1), 135–161. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2015-0129>
- Alstadsæter, A., Jacob, M., & Michaely, R. (2017). Do dividend taxes affect corporate investment? *Journal of Public Economics*, 151, 74–83. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2015.05.001>

- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7(2), 136–145. <https://doi.org/10.1108/15265940610648580>
- Amilahaq, F. (2019). Dividend Determinants of Indonesian Sharia Stocks List (Case Study for The Period of 2009-2017). *Indicators : Journal of Economic and Business*, 1(2), 86–98. <https://doi.org/10.47729/indicators.v1i2.30>
- Anggrainy, M., Gusnardi, G., & Indrawati, N. (2023). Pengaruh Cash Ratio, Debt To Equity Ratio, Return On Asset Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Risiko Bisnis Sebagai Variabel Moderating (Studi Pada Perusahaan Kompas 100 Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2020). *Jurnal Daya Saing*, 9(3), 555–564. <https://doi.org/10.35446/dayasaing.v9i3.1365>
- Asif, A., Rasool, W., & Kamal, Y. (2018). Impact of financial leverage on dividend policy: Empirical evidence from Karachi Stock Exchange-listed companies. *International Journal of Accounting, Auditing and Taxation*, 5(2), 001–013.
- Asiri, F. M., Sutrisno, & Andayani, W. (2018). The Influence Of Ownership Structure And Company Characteristics Of Dividend Policy With Sales Growth As Moderation Variable. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 15(5), 252–260.
- Ayu, L., & Viverita, V. (2020). The Effect of Family Ownership and Control on Dividend Policy of Publicly Listed Firms in Indonesia and Malaysia. *Indonesian Capital Market Review*, 12(1), 1–11. <https://doi.org/10.21002/icmr.v12i1.12048>
- Azzam, I. (2010). *The Impact of Institutional Ownership and Dividend Policy on Stock Returns and Volatility: Evidence from Egypt*.
- Baihaqi, M. R., Padilah, T. N., & Jajuli, M. (2023). Implementasi Metode Imputasi Mean dan Single Center Imputation Chained Equation (SICE) Terhadap Hasil Prediksi Linear Regression pada Data Numerik. *Jurnal JTIK (Jurnal Teknologi Informasi dan Komunikasi)*, 7(4), 661–671. <https://doi.org/10.35870/jtik.v7i4.1169>
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric Analysis of Panel Data*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5>
- Basri, H. (2019). Assessing determinants of dividend policy of the government-owned companies in Indonesia. *International Journal of Law and Management*, 61(5/6), 530–541. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-09-2017-0215>

- Basuki, A. T. (2021). *Analisis Data Panel Dalam Penelitian Ekonomi Dan Bisnis (Dilengkapi Dengan Penggunaan Eviews)* (Pertama, p. 160). UMY.
- Bataineh, H. (2021). The impact of ownership structure on dividend policy of listed firms in Jordan. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1863175. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1863175>
- Benjamin, S. J., Wasiuzzaman, S., Mokhtarinia, H., & Rezaie Nejad, N. (2016). Family ownership and dividend payout in Malaysia. *International Journal of Managerial Finance*, 12(3), 314–334. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2014-0114>
- Berezinets, I., Ilina, Y., & Alekseeva, L. (2017). Dividend policy and ownership structure: A study of Russian dual-class stock companies. *Corporate Ownership and Control*, 15(1), 199–212. <https://doi.org/10.22495/cocv15i1c1p4>
- Berzins, J., Bøhren, Ø., & Stacescu, B. (2019). Dividends and taxes: The moderating role of agency conflicts. *Journal of Corporate Finance*, 58, 583–604. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.003>
- Bhandari, S. B., & Adams, M. T. (2017). On the Definition, Measurement, and Use of the Free Cash Flow Concept in Financial Reporting and Analysis: A Review and Recommendations. *Journal of Accounting and Finance*, 17(1), 11–19.
- Brickley, J. A., & McConnell, J. J. (1989). Dividend Policy. In J. Eatwell, M. Milgate, & P. Newman (Eds.), *Finance* (pp. 119–126). Palgrave Macmillan UK. https://doi.org/10.1007/978-1-349-20213-3_12
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (Fifteenth edition). Cengage.
- Canina, L., & Carvell, S. A. (2008). A Comparison of Static Measures of Liquidity to Integrative Measures of Financial and Operating Liquidity: An Application to Restaurant Operators and Restaurant Franchisors. *The Journal of Hospitality Financial Management*, 16(1), 35–46. <https://doi.org/10.1080/10913211.2008.10653847>
- Cao, L., Du, Y., & Hansen, J. Ø. (2017). Foreign institutional investors and dividend policy: Evidence from China. *International Business Review*, 26(5), 816–827. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.02.001>
- Chandra, K., Sadalia, I., & Siburian, R. (2017). The Effect of Capital Structure, Profitability and Dividend Policy on Intrinsic Value of Firm. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(14).
- 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>

- Chaudhary, P. (2022). Agency costs, board structure and institutional investors: Case of India. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 44–58. <https://doi.org/10.1108/AJAR-12-2020-0130>
- Chen, J. (2022, June 20). *Agency Problem: Definition, Examples, and Ways To Minimize Risks*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/a/agencyproblem.asp>
- Christopher, G., & Chalid, D. A. (2019). Institutional Investors and Firms' Cash Dividend Payments: Evidence from Non-Financial Firms in Indonesia. *Jurnal Pengurusan*, 57, 115–124. <https://doi.org/10.17576/pengurusan-2019-57-08>
- Chung, K. H., & Zhang, H. (2011). Corporate Governance and Institutional Ownership. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), 247–273.
- Cintiani. (2017). *Pemodelan Regresi Kuantil Tersensor (Studi Kasus Pengeluaran Rumah Tangga Untuk Konsumsi Rokok)* [Thesis]. Institut Teknologi Sepuluh Nopember.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Copeland, T. E., Weston, J. F., & Shastri, K. (2013). *Financial theory and corporate policy* (4rd ed). Pearson New International Edition.
- Crane, A. D., Michenaud, S., & Weston, J. P. (2016). The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds. *Review of Financial Studies*, 29(6), 1377–1408. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw012>
- d’Udekem, B. (2021). Agency Conflicts and Dividend Persistence. *Journal of Financial Services Research*, 60(2–3), 207–234. <https://doi.org/10.1007/s10693-021-00348-x>
- Dąbrowska, J. F., Mądra-Sawicka, M., & Ulrichs, M. (2020). Determinants of dividend payout decisions – the case of publicly quoted food industry enterprises operating in emerging markets. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33(1), 1108–1129. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1631201>
- Dang, C., Yang, C., & Li, F. (2017). Measuring Firm Size in Empirical Corporate Finance. *Journal of Banking and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.006>

- Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kuruppuarachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: Evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413–429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>
- Dika, F. R., Sholihin, M. R., & Bakti, Moh. H. S. (2022). Influence of Liquidity, Leverage, Company Growth and Profitability on Dividend Policy in Manufacturing Companies on The Indonesia Stock Exchange for The Period 2017—2019. *International Journal of Accounting and Management Research*, 3(2), 47–56. <https://doi.org/10.30741/ijamr.v3i2.1155>
- Disatnik, D., & Sivan, L. (2016). The multicollinearity illusion in moderated regression analysis. *Marketing Letters*, 27(2), 403–408. <https://doi.org/10.1007/s11002-014-9339-5>
- Dodge, Y. (2010). *The concise encyclopedia of statistics*. Springer.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Echambadi, R., & Hess, J. D. (2007). Mean-Centering Does Not Alleviate Collinearity Problems in Moderated Multiple Regression Models. *Marketing Science*, 26(3), 438–445. <https://doi.org/10.1287/mksc.1060.0263>
- Fajdy, M., & Mai, M. (2022). The Effect of Corporate Governance on Dividend Policy and Firm Size as Moderating in Jakarta Islamic Index. *Proceedings of the 4th International Conference on Economics, Business and Economic Education Science, ICE-BEES 2021, 27-28 July 2021, Semarang, Indonesia*. Proceedings of the 4th International Conference on Economics, Business and Economic Education Science, ICE-BEES 2021, 27-28 July 2021, Semarang, Indonesia, Semarang, Indonesia. <https://doi.org/10.4108/eai.27-7-2021.2316922>
- Farinha, J. (2003). Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, Wiley Blackwell, 30(9–10), 1173–1209. <https://doi.org/DOI: 10.1111/j.0306-686X.2003.05624.x>
- Fitriyani, U. N., & Khafid, M. (2019). *Profitability Moderates the Effects of Institutional Ownership, Dividend Policy and Free Cash Flow on Debt Policy*.
- Fooladi, M., & Farhadi, M. (2019). The Effect of Institutional Investors on Dividend Payout. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 3(4). <https://doi.org/10.22067/ijaaf.2019.39254>

- Ghasemi, A., & Zahediasl, S. (2012). Normality Tests for Statistical Analysis: A Guide for Non-Statisticians. *International Journal of Endocrinology and Metabolism*, 10(2), 486–489. <https://doi.org/10.5812/ijem.3505>
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan IBM SPSS 25* (Edisi 9). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gifari, J. (2020, October 12). *Teknik Pengolahan Data: Mengenal Missing Values dan Cara-Cara Menanganinya*. DOLab.id. https://dqlab.id/digital-transformation-pahami-teknik-pengolahan-ini-dalam-industri-data?utm_source=chatgpt.com
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance* (Fourteenth edition). Pearson.
- Gugler, K. (2003). Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking & Finance*, 27(7), 1297–1321. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00258-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00258-3)
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed). McGraw-Hill Irwin.
- Gunawan, K. E., R. Murhadi, W., & Herlambang, A. (2019). The effect of good corporate governance on dividend policy. *Proceedings of the 16th International Symposium on Management (INSYMA 2019)*. Proceedings of the 16th International Symposium on Management (INSYMA 2019), Manado, Indonesia. <https://doi.org/10.2991/insyма-19.2019.15>
- Hamid, R. S., Samsul Bachri, Salju, & Muhammad Ikbal. (2020). *Panduan Praktis Ekonometrika (Konsep Dasar dan Penerapan Menggunakan EViews 10)* (Cetakan Pertama). CV. AA. Rizky.
- Handayani, T., Widiani, H., Sulistyawati, D. R., & Andini, R. (2023). Literature Review: Dividend Policy, Agency Theory and Corporate Governance. In Y. Priatna Sari, I. Indrayanti, & M. T. Qurohman (Eds.), *Proceedings of the Tegal International Conference on Applied Social Science & Humanities (TICASSH 2022)* (pp. 117–123). Atlantis Press SARL. https://doi.org/10.2991/978-2-494069-09-1_16
- Hariem, A. (2021). Profitability and Leverage as Determinants of Dividend Policy: Evidence of Turkish Financial Firms. *Eurasian Journal of Management & Social Sciences*, 2(3). <https://doi.org/10.23918/ejmss.V2i3p15>
- Hashmi, S. D., Gulzar, S., Ghafoor, Z., & Naz, I. (2020). Sensitivity of firm size measures to practices of corporate finance: Evidence from BRICS. *Future Business Journal*, 6(1), 9. <https://doi.org/10.1186/s43093-020-00015-y>

- Hasnawati, S. (2021). Life Cycle Theory of Dividend: A Review Literature. *Proceedings of the First International Conference of Economics, Business & Entrepreneurship, ICEBE 2020, 1st October 2020, Tangerang, Indonesia*. Proceedings of the First International Conference of Economics, Business & Entrepreneurship, ICEBE 2020, 1st October 2020, Tangerang, Indonesia, Tangerang, Indonesia. <https://doi.org/10.4108/eai.1-10-2020.2304742>
- Hassan, A. ul, Tanveer, M., Siddique, M., & Mudasar, M. (2013). Tax Shield and Its Impact on Corporate Dividend Policy: Evidence from Pakistani Stock Market. *iBusiness*, 05(04), 184–188. <https://doi.org/10.4236/ib.2013.54023>
- Hendrawati, T. (2015). Kajian Metode Imputasi Dalam Menangani Missing Data. *Prosiding Seminar Nasional Matematika dan Pendidikan Matematika UMS*, 637–642.
- Hidayat, A. (2013). *Pengertian Dan Jenis Transformasi Data*. Statistikian.Com. <https://www.statistikian.com/2013/01/transformasi-data.html>
- Hirst, S., Bebchuk, L. A., & Cohen, A. (2017). The Agency Problems of Institutional Investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 89–112. <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89>
- Holder, M. E., Langrehr, F. W., & Hexter, J. L. (1998). Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, 27(3), 73. <https://doi.org/10.2307/3666276>
- Hossain, I., & Alam, J. (2019). The Relationship between Liquidity and Profitability in Emerging Countries: Evidence from Bangladesh. *Journal of Finance and Accounting*, 7(1), 22–27. <https://doi.org/DOI:10.12691/jfa-7-1-4>
- Husain, T., Sarwani, Sunardi, N., & Lisdawati. (2020). Firm's Value Prediction Based on Profitability Ratios and Dividend Policy. *Finance & Economics Review*, 2(2), 13–26. <https://doi.org/10.38157/finance-economics-review.v2i2.102>
- Hussain, A., & Akbar, M. (2022). Dividend policy and earnings management: Do agency problem and financing constraints matter? *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 839–853. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.05.003>
- Iacobucci, D., Schneider, M. J., Popovich, D. L., & Bakamitsos, G. A. (2017). Mean centering, multicollinearity, and moderators in multiple regression: The reconciliation redux. *Behavior Research Methods*, 49(1), 403–404. <https://doi.org/10.3758/s13428-016-0827-9>

- Ilhamsyah, Martha, S., & Mukarromah. (2015). Perbandingan Imputasi Missing Data Menggunakan Metode Mean Dan Metode Algoritma K-Means. *Buletin Ilmiah Mat. Stat. dan Terapannya (Bimaster)*, 04(3 (2015)), 305–312.
- Iqbal, M. (2015, January 20). Regresi Data Panel (2) “Tahap Analisis.” *Dosen Perbanas*. <https://dosen.perbanas.id/regresi-data-panel-2-tahap-analisis/>
- Irsutami, I., & Fortuna, D. (2023). The Effect of Institutional Ownership, Free Cash Flow (FCF), and Profitability on Dividend Policy on Registered Basic and Chemical Manufacturing Companies on the Indonesia Stock Exchange. *Proceedings of the 4th International Conference on Applied Economics and Social Science, ICAESS 2022, 5 October 2022, Batam, Riau Islands, Indonesia*. Proceedings of the 4th International Conference on Applied Economics and Social Science, ICAESS 2022, 5 October 2022, Batam, Riau Islands, Indonesia, Batam, Indonesia. <https://doi.org/10.4108/eai.5-10-2022.2325890>
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283–298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>
- Jacob, C., & Lukose, J. P. J. (2018). Institutional Ownership and Dividend Payout in Emerging Markets: Evidence from India. *Journal of Emerging Market Finance*, 17(1_suppl), S54–S82. <https://doi.org/10.1177/0972652717751538>
- Januars, Y., & Sanusi, F. (2024). Profitability and dividend policy: How does free cash flow explain this relationship? *Jurnal Siasat Bisnis*, 56–70. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol28.iss1.art4>
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247. <https://doi.org/10.2307/2331370>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Jiraporn, P., Kim, J.-C., & Kim, Y. S. (2008). *Dividend Policy and Corporate Governance* (1st ed.). Oxford University PressOxford. <https://doi.org/10.1093/0199259305.001.0001>
- Jory, S. R., Ngo, T., & Sakaki, H. (2017). Institutional ownership stability and dividend payout policy. *Managerial Finance*, 43(10), 1170–1188. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2016-0272>

- Juhandi, N., Fahlevi, M., Abdi, M. N., & Noviantoro, R. (2019). Liquidity, Firm Size and Dividend Policy to the Value of the Firm (Study in Manufacturing Sector Companies Listed on Indonesia Stock Exchange). *Proceedings of the 2019 International Conference on Organizational Innovation (ICOI 2019)*. Proceedings of the 2019 International Conference on Organizational Innovation (ICOI 2019), Ulsan, South Korea. <https://doi.org/10.2991/icoi-19.2019.53>
- Karlsson, J. (2021). Firm size and growth barriers: A data-driven approach. *Small Business Economics*, 57(3), 1319–1338. <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00350-y>
- Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 23, 473–477. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00490-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00490-6)
- Khoiro, E. E. U., Suhadak, S., & Handayani, S. R. (2016). The Influence Of Capital Structure And Firm Size On Profitability And Dividend Policy (An Empirical Study at Property and Real Estate Sector Listed in Indonesia Stock Exchange during the periods of 2009-2012). *Profit: Jurnal Administrasi Bisnis*, 10(02), 1–10. <https://doi.org/10.21776/ub.profit.2016.010.02.1>
- Lakhal, F., Kuzey, C., Uyar, A., & Karaman, A. S. (2023). The relationship between dividend payout and corporate social responsibility: The moderating effect of shareholder friendliness and board monitoring. *Journal of Cleaner Production*, 394, 136297. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136297>
- Lewellen, J., & Lewellen, K. (2021). Institutional investors and corporate governance: The incentive to be engaged. *The Journal of Finance*, LXXVII(No.1), 213–264. <https://doi.org/10.1111/jofi.13085>
- Liana, L. (2009). Penggunaan MRA dengan Spss untuk Menguji Pengaruh Variabel Moderating terhadap Hubungan antara Variabel Independen dan Variabel Dependen. *Jurnal Teknologi Informasi DINAMIK*, XIV(2), 90–97.
- Louis, H., & Urcan, O. (2015). Agency Conflicts, Dividend Payout, and the Direct Benefits of Conservative Financial Reporting to Equity-Holders. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 455–484. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12085>
- Louziri, R., & Oubal, K. (2022). Determinants of Dividend Policy: The Case of the Casablanca Stock Exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 548. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120548>
- Lumapow, L. S., & Tumiwa, R. A. F. (2017). The Effect of Dividend Policy, Firm Size, and Productivity to The Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(22), 20–24.

- Lusmana, P. H., & Paramudita, A. (2024). Pemanfaatan Machine Learning untuk Imputasi Data. *Seminar Nasional Official Statistics*, 2024(1), 489–498. <https://doi.org/10.34123/semnasoffstat.v2024i1.2032>
- Mancinelli, L., & Ozkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *The European Journal of Finance*, 12(3), 265–282. <https://doi.org/10.1080/13518470500249365>
- Margono, F. P., & Gantino, R. (2021). Influence Of Firm Size, Leverage, Profitability, And Dividend Policy On Firm Value Of Companies In Indonesia Stock Exchange. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 10(2), 45–61. <https://doi.org/10.12775/CJFA.2021.007>
- Martono, S., Yulianto, A., Witiastuti, R. S., & Wijaya, A. P. (2020). The Role of Institutional Ownership and Industry Characteristics on the Propensity to Pay Dividend: An Insight from Company Open Innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(3), 74. <https://doi.org/10.3390/joitmc6030074>
- Maruddani, D. A. I. (2014). *Modul Praktikum Ekonometrika*. Fakultas Sains Dan Matematika Universitas Diponegoro Semarang.
- Maznorbalia, A. S., Awalluddin, M. A., & Ayob, A. H. Y. (2023). Exploring the role of institutional investors in voting, monitoring and dialogue engagement in mitigating agency conflict in Malaysia's public listed companies. *Humanities and Social Sciences Communications*, 10(1), 141. <https://doi.org/10.1057/s41599-023-01631-z>
- Mehdi, M., Sahut, J.-M., & Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis? *Journal of Applied Accounting Research*, 18(3), 274–297. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2014-0079>
- Mehta, A. (2012). An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy—Evidence from the UAE Companies. *Global Review of Accounting and Finance*, 3(1), 15.
- Michael, N. B. (2013). Agency Conflict And Corporate Dividend Policy Decisions In Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*.
- Miller, D., Amore, M. D., Quarato, F., & Corbetta, G. (2022). Family Ownership Dispersion and Dividend Payout in Family Firms. *Journal of Family Business Strategy*, 13(3), 100436. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2021.100436>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.

- Mirchandani, B., & Tellez, V. (2020, July 8). The Role of Long-Term Institutional Investors in Activism. *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/07/08/the-role-of-long-term-institutional-investors-in-activism/>
- Muchson, M. (2017). Statistik Deskriptif. In *Statistik Deskriptif*. Guepedia.
- Mughal, S. U., & Muddasir, M. (2023). Reviewing The Relationship Between Dividend And Free Cash Flow Of Non-Financial Firms Of KSE 100. *International Econometric Review*, 14(4), 107–123. <https://doi.org/10.33818/ier.1227924>
- Muharramah, U., Kufepaksi, M., & Hendrawaty, E. (2020). Dividend policy of agency cost models in companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *The Future Opportunities and Challenges of Business in Digital Era 4.0, 1st*, 280–283. <https://doi.org/10.1201/9780367853778-72>
- Multin, C. U., Zulfahrizal, & Munawar, A. A. (2016). Prediksi Kadar Air Bubuk Biji Kakao Menggunakan NIRS Dengan Metode PLS (Dengan Pre-Treatment Derivative Ke-1 Dan Mean Centering). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Pertanian Unsyiah*, 1(1), 1037–1045.
- Mulyani, E., Singh, H., & Mishra, S. (2016). Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 43, 16–29. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.03.004>
- Murekefu, T. M., & Ouma, O. P. (2012). The Relationship Between Dividend Payout And Firm Performance: A Study Of Listed Companies In Kenya. *European Scientific Journal*, 8(9), 199–215.
- Mursyidin. (2023). Agency Theory Perspective on Dividend Policy. *Proceeding International Conference on Economic Business Management, and Accounting (ICOEMA)-2023*, 32–43.
- Muzakki, M. R., & Gandakusuma, I. (2023). Impacts of Free Cash Flow and Agency Cost on Firm Performance. *Wiga : Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, 13(2), 282–295. <https://doi.org/10.30741/wiga.v13i2.1134>
- Napitupulu, R. M., Lubis, R. H., & Sapna, F. P. (2021). Perilaku Berzakat di Masa Pandemi COVID-19. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 7(2). <https://doi.org/10.29040/jiei.v7i2.2370>
- Nathani, N., & Gangil, R. (2019). Determinants of Dividend Policy in Indian Companies: A Panel Data Analysis. *Proceedings of 10th International Conference on Digital Strategies for Organizational Success*, 18. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3308721>

- Nurhikmawaty, D., Isnurhadi, & Widiyanti, M. (2020). The Effect of Debt to Equity Ratio and Return on Equity on Stock Return with Dividend Policy as Intervening Variables in Subsectors Property and Real Estate on Bei. *Open Journal of Business and Management*, 08(05), 2148–2161. <https://doi.org/10.4236/ojbm.2020.85131>
- OECD. (2011). *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*. OECD. <https://doi.org/10.1787/9789264128750-en>
- OECD. (2013). *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2013: Innovation for Growth*. OECD. https://doi.org/10.1787/sti_scoreboard-2013-en
- Pahi, D., & Yadav, I. S. (2018). Role of Corporate Governance in Determining Dividend Policy: Panel Evidence from India. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 9(3), 111–115. <https://doi.org/10.18178/ijtef.2018.9.3.598>
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079–1087. <https://doi.org/10.1080/09603107.2011.639734>
- Paviththira, R. (2015). Impact of Dividend Policy on Corporate Profitability: Evidence from Listed Beverage Food and Tobacco Companies on Colombo Stock Exchange (CSE) in Sri Lanka. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2699718>
- Pozen, R. C. (1994, January 1). Institutional Investors: The Reluctant Activists. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/1994/01/institutional-investors-the-reluctant-activists>
- Pradhan, R. S., & Shrestha, S. (2017). Leverage, Dividend Policy, Profitability and Market Value Relationships: A Case of Nepalese Commercial Banks. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3044011>
- Prasad, P., Narayanasamy, S., Paul, S., Chattopadhyay, S., & Saravanan, P. (2019). Review Of Literature On Working Capital Management And Future Research Agenda. *Journal of Economic Surveys*, 33(3), 827–861. <https://doi.org/10.1111/joes.12299>
- Prawoto, N., & Basuki, A. T. (2020). The influence of macroeconomic variables, processing industry, and education services on economic growth in Indonesia. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 8(1), 1029–1040. [https://doi.org/10.9770/jesi.2020.8.1\(69\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2020.8.1(69))
- Puspita, S. (2024). The Influence of Institutional Ownership and Debt Policy on Dividend Policy and Profitability as a Moderation Variable. *JEMBA: Jurnal Ekonomi Pembangunan, Manajemen & Bisnis, Akuntansi*, 4(1), 35–49. <https://doi.org/10.52300/jemba.v4i1.11105>

- Putri, D. A. K., & Azzahra, K. (2022). The Effect Of Free Cash Flow, Investment Opportunity Set And Institutional Ownership On Dividend Policy. *MARGINAL : JOURNAL OF MANAGEMENT, ACCOUNTING, GENERAL FINANCE AND INTERNATIONAL ECONOMIC ISSUES*, 1(4), 155–168. <https://doi.org/10.55047/marginal.v1i4.312>
- Qurochman, A. N. (2022). The Influence of Profit Growth, Leverage, And Profitability on Dividend Policy In State-Owned Enterprises Listed On The Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management*, 12(2), 1280–1286.
- Rahayu, D., & Rusliati, E. (2019). Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *JRAK*, 11(1), 41–47. <https://doi.org/10.23969/jrak.v11i1.1870>
- Rahmawati, I. R. (2024). The Effect Of Profitability, Leverage, And Free Cash Flow On Dividend Policy (Empirical Study On Consumer Goods Company Listed On Indonesia Stock Exchange). *Jurnal Kajian Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi UNTAN (KIAFE)*, 2(1), 29–43.
- Redding, L. S. (1997). Firm Size and Dividend Payouts. *Journal of Financial Intermediation*, 6(3), 224–248. <https://doi.org/10.1006/jfin.1997.0221>
- Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2012). *Investment analysis & portfolio management* (10th ed). South-Western Cengage Learning.
- Religi, S., & Purwanti, D. (2017). Analisis Perbandingan Pengaruh Modal Dan Tenaga Kerja Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Antar Tipe Klasifikasi Kabupaten/Kota. *Jurnal Aplikasi Statistika & Komputasi Statistik*, V.9.2.2017, 66–77.
- Reyna, S. M., & Manuel, J. (2017). Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context. *Contaduría y Administración*, 62(4), 1199–1213. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.12.006>
- Rifqi, A., . E., & Situmeang, C. (2024). The Influence of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Profitability, and Leverage on Dividend Policy with Liquidity as a Moderation Variable in Manufactured Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange in 2014-2021. *International Journal of Research and Review*, 11(1), 243–253. <https://doi.org/10.52403/ijrr.20240126>
- Rochmah, H. N., & Ardianto, A. (2020). Catering dividend: Dividend premium and free cash flow on dividend policy. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1812927. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1812927>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2015). *Fundamentals of Corporate Finance* (11th Edition). McGraw-Hill Professional.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.

- Sadiyah, H., & Hermawan, A. (2023). Profitability, Liquidity, Company Size To Dividend Policy. *Jurnal Ekonomi*, 12(04), 405–414.
- Salman, A. (2019). Determinants of dividend policy. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(1), 167–177. [https://doi.org/10.21511/imfi.16\(1\).2019.13](https://doi.org/10.21511/imfi.16(1).2019.13)
- Samo, A. H., & Murad, H. (2019). Impact of liquidity and financial leverage on firm's profitability – an empirical analysis of the textile industry of Pakistan. *Research Journal of Textile and Apparel*, 23(4), 291–305. <https://doi.org/10.1108/RJTA-09-2018-0055>
- Santos, E., Moreira, J., & Ribeiro, N. (2021). Corporate Governance and Company Performance: A Comparative Analysis Across Sectors in Portugal. In E. S. Vieira, M. Madaleno, & G. Azevedo (Eds.), *Advances in Finance, Accounting, and Economics* (pp. 214–240). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-7998-7596-3.ch011>
- Sari, A. M. I. (2022). *Pengaruh Debt Covenant, Ukuhan Perusahaan, dan Bonus Plan terhadap Konservatisme Akuntansi dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Moderasi*. 20(2).
- Sari, B. R., & Djajanti, A. (2021). The Factors Affecting Dividend Policy of Manufacturing Companies In Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Aplikasi Bisnis Dan Manajemen*, 7(30), 592–601. <https://doi.org/10.17358/jabm.7.3.592>
- Sari, T. R., Primasari, D., & Nur Farida, Y. (2023). The effect of profitability, company size, leverage, liquidity, and free cash flow on dividend policy. *Keynesia : International Journal of Economy and Business*, 2(1), 22–34. <https://doi.org/10.55904/keynesia.v2i1.668>
- Sharma, S., Durand, R. M., & Gur-Arie, O. (1981). Identification and Analysis of Moderator Variables. *Journal of Marketing Research*, 18(3), 291. <https://doi.org/10.2307/3150970>
- Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8(2), 105–122. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00030-X](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00030-X)
- Sikalidis, A., Bozos, K., Chantzias, A., & Grose, C. (2022). Influences of family ownership on dividend policy under mandatory dividend rules. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 59(3), 939–967. <https://doi.org/10.1007/s11156-022-01064-w>
- Sindhu, M. I. (2014). Relationship between free cash flow and dividend: Moderating role of firm size. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(5), 16–23.

- Singh, N. P., & Tandon, A. (2019). The Effect of Dividend Policy on Stock Price: Evidence from the Indian Market. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 15(1–2), 7–15. <https://doi.org/10.1177/2319510X19825729>
- Sitorus, Y. M., & Yuliana, L. (2018). Penerapan Regresi Data Panel Pada Analisis Pengaruh Infrastruktur Terhadap Produktifitas Ekonomi Provinsi-Provinsi Di Luar Pulau Jawa Tahun 2010-2014. *MEDIA STATISTIKA*, 11(1), 1–15. <https://doi.org/10.14710/medstat.11.1.1-15>
- Smith, M. P. (1996). Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, 51(1), 227–252. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05208.x>
- Sofia, A. (2022). How Good Corporate Governance (GCG) With Different Indicators in Affecting Corporate Values: Are The Results Same? *Baltic Journal of Law & Politics*, 15(1), 1011–1025. <https://doi.org/10.2478/bjlp-2022-00065>
- Stereńczak, S., & Kubiak, J. (2022). Dividend policy and stock liquidity: Lessons from Central and Eastern Europe. *Research in International Business and Finance*, 62, 101727. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101727>
- Sugiyono. (2007). *Statistika Untuk Penelitian* (Cetakan Keduabelas). Penerbit Alfabeta.
- Sukendri, W., & Setiadi, P. B. (2023). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Perusahaan di Indonesia. *Cakrawala Repository IMWI*, 6(2), 1285–1296. <https://doi.org/10.52851/cakrawala.v6i2.301>
- Sulhan, M., & Herliana, T. Y. (2019). The Effect of Liquidity and Profitability to Dividend Policy with Asset Growth as Moderating Variable (Study on Property Sector, Real Estate and Building Construction Listed on Indonesia Stock Exchange). *Proceedings of the 2018 International Conference on Islamic Economics and Business (ICONIES 2018)*. Proceedings of the 2018 International Conference on Islamic Economics and Business (ICONIES 2018), Kota Malang, Indonesia. <https://doi.org/10.2991/iconies-18.2019.4>
- Sunaryo, D. (2022). Importance of Liquidity Indicators in Intervening the Dividend Policy. *Ilomata International Journal of Tax and Accounting*, 3(3), 272–289. <https://doi.org/10.52728/ijtc.v3i3.504>
- Szudejko, M. (2018). The Agency Problems of Institutional Investors. *CFA Digest*, 48(1), dig.v48.n1.1. <https://doi.org/10.2469/dig.v48.n1.1>

- Tamrin, M., Mus, H. R., & Arfah, A. (2017). Effect of profitability and dividend policy on corporate governance and firm value: Evidence from the Indonesian manufacturing Sectors. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 19(10), 66–74.
- Tanawade, S. (2020, February 23). *How to Assess a firm's liquidity?* LinkedIn. <https://www.linkedin.com/pulse/how-assess-firms-liquidity-siddharth-tanawade>
- Taufik, T. S., & Malinda, S. (2024). Determinants of Dividend Policy: A Case of the Property and Real Estate Sector. *KnE Social Sciences*. <https://doi.org/10.18502/kss.v9i14.16123>
- Theiri, S., Ben Hamad, S., & Ben Amor, M. (2023). Dividend policy and crisis: Exploring the interplay between performance and financial constraints in the French context. *Heliyon*, 9(10), e20586. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e20586>
- Tjong, S. W. (2023). Analysis of Leverage, Managerial Ownership, and Dividend Policy in Agency Theory Perspective. *Proceeding of 3rd International Conference on Entrepreneurship (IConEnt)*, 114–125.
- Tumiwa, R. A. F., & Mamuaya, N. C. (2019). The Determinants of Dividend Policy and Their Implications for Stock Prices on Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. *3rd International Conference on Economics, Education, Business and Accounting*, 3(11), 778–793. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i11.4050>
- Umam, D. C., & Halimah, I. (2021). The influence of institutional ownership, independent commissioners, dividend policy, debt policy, and firm size on firm value. *Priviet Social Sciences Journal*, 1(2), 20–28. <https://doi.org/10.55942/pssj.v1i2.98>
- Vauzi, M. R. (2021, March 30). *Indo Kordsa (BRAM) Jadi Rugi USD3,89 Juta di 2020*. emitennews.com. <https://www.emitennews.com/news/indo-kordsa-bram-jadi-rugi-usd389-juta-di-2020>
- Vito, N., & Mahroji, M. (2024). Pengaruh Kapasitas Dividen, Pembayaran Dividen, Free Cash Flow Savings, Tingkat Hutang, Dewan Direksi Terhadap Kinerja Keuangan. *Journal of Economic, Bussines and Accounting (COSTING)*, 7(4), 7090–7103. <https://doi.org/10.31539/costing.v7i4.8882>
- Vo, X. V. (2022). Can liquidity explain dividends? *Cogent Business & Management*, 9(1), 2018906. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.2018906>
- Wahjudi, E. (2019). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4–17. <https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>

- Wahyuni, M. (2020). *Statistik Deskriptif Untuk Penelitian Olah Data Manual Dan SPSS Versi 25*. Bintang Pustaka Madani.
- Wibom, Marcus, & Lundvall, Fanny. (2020). The Impact of Family Ownership on Dividend Payout Policy: An Examination on the Swedish Context (Dissertation). *Digitala Vetenskapliga Arkivet*. <https://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:uu:diva-414751>
- Widarjono, A. (2013). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya disertai panduan EViews* (Edisi Keempat). UPP STIM YKPN.
- Widiatmoko, J., Badjuri, A., Irsad, Moch., & Adhipratama, A. A. (2020). *Ownership Structure on Dividend Policy and Its Impact on Firm Value*: The 3rd International Conference on Banking, Accounting, Management and Economics (ICOBAME 2020), Semarang, Indonesia. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.210311.081>
- Widyasti, I. G. A. V., & Putri, I. G. A. M. A. D. (2021). The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage, Free Cash Flow, and Good Corporate Governance on Dividend Policies (Empirical Study on Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange 2017-2019). *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 5(1), 269–278.
- Widyowati, L., & Rani, I. (2022). Moderating Institutional Ownership: Profitability and Firm Value. *Proceedings of the 3rd International Conference of Business, Accounting, and Economics, ICBAE 2022, 10-11 August 2022, Purwokerto, Central Java, Indonesia*. Proceedings of the 3rd International Conference of Business, Accounting, and Economics, ICBAE 2022, 10-11 August 2022, Purwokerto, Central Java, Indonesia, Purwokerto, Indonesia. <https://doi.org/10.4108/eai.10-8-2022.2320817>
- Witanto, H., & Lesmana, D. (2023). The Impact Of Firm Size, Managerial Ownership And Collateralizable Asset On Dividend Policy In Indexs Lq45 Companies. *Jurnal Informasi Akuntansi (JIA)*, 2(1), 84–93. <https://doi.org/10.32524/jia.v2i1.835>
- Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0030>
- Yusuf, A. H. S. F., Jaya, A. K., & Sahriman, S. (2024). Penerapan Model Regresi Hurdle Binomial Negatif Menggunakan Algoritma Broyden-Fletcher-Goldfarb-Shanno pada Data Jumlah Kematian Bayi di Kota Makassar Tahun 2017. *ESTIMASI: Journal of Statistics and Its Application*, 52–60. <https://doi.org/10.20956/ejsa.v5i1.22749>

- Zaher, L. J., Rad, Raheleh Homayouni, & Ebrahimi, Esmaeil. (2017). The moderating effect of institutional ownership on the relationship between information asymmetry and dividend policy in Tehran Stock Exchange. *Revista Publicando*, 5(14), 40–58.
- Zainudin, T. M., Hamdani, H. L., & Aisyah, H. S. (2021). The Effect of Liquidity and Leverage on Dividend Policy with a Set of Investment Opportunities as Moderation Variables on LQ-45 Companies on the Indonesia Stock Exchange for the Period 2015-2019. *International Journal of Social Science Research and Review*, 4(5), 84–95. <https://doi.org/10.47814/ijssrr.v4i4.103>
- Zuhroh, I. (2019). The Effects of Liquidity, Firm Size, and Profitability on the Firm Value with Mediating Leverage. *KnE Social Sciences*, 3(13), 203. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i13.4206>
- Zultilisna, D., Kristanti, F. T., & Suriati, S. (2023). Pengaruh Leverage, Liquidity, Firm Size Dan Institutional Ownership Terhadap Dividend Policy. *EKOMBIS REVIEW: Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis*, 11(1). <https://doi.org/10.37676/ekombis.v11i1.2898>