

**PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
DENGAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI
(Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur yang
Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)**

SKRIPSI



Oleh

MUCH. MAFTUHUL FAHMI

NIM : 16510015

**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN)
MAULANA MALIK IBRAHIM
MALANG
2020**

**PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
DENGAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI
(Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur yang
Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)**

SKRIPSI

Diajukan Kepada:
Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang
Untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan
Dalam Memperoleh Gelar Sarjana Manajemen (SM)



Oleh

MUCH. MAFTUHUL FAHMI

NIM : 16510015

**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN)
MAULANA MALIK IBRAHIM
MALANG
2020**

LEMBAR PERSETUJUAN

**PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
DENGAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI
(Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur yang
Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)**

SKRIPSI

Oleh

MUCH. MAFTUHUL FAHMI

NIM : 16510015

Telah disetujui pada tanggal 12 Maret 2020

Dosen Pembimbing,

Muhammad Sulhan, S.E., M.M.

NIP. 19740604 200604 1 002

Mengetahui :

Ketua Jurusan,

Drs. Agus Sucipto, M.M., CRA

NIP. 19670816 200312 1 001

LEMBAR PENGESAHAN

PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI
(Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)

SKRIPSI

Oleh
MUCH. MAFTUHUL FAHMI
NIM : 16510015

Telah Dipertahankan di Depan Dewan Penguji
Dan Dinyatakan Diterima Sebagai Salah Satu Persyaratan
Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Manajemen (SM)
Pada 6 April 2020

Susunan Dewan Penguji:

Tanda Tangan

1. Ketua
Farahiyah Sartika, MM.
NIP. 19920121 201801 2 002 ()
2. Dosen Pembimbing/Sekretaris
Muhammad Sulhan, SE., MM.
NIP. 19740604 200604 1 002 ()
3. Penguji Utama
Dr. H. Misbahul Munir, Lc., M.Ei
NIP. 19750707 200501 1 005 ()

Disahkan Oleh:
Ketua Jurusan,

Drs. Agus Sucipto, M.M., CRA
NIP. 19670816 200312 1 001

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Much. Maftuhul Fahmi
 NIM : 16510015
 Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

menyatakan bahwa “Skripsi” yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim, dengan judul:

PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)

Adalah hasil karya saya sendiri, bukan “duplikasi” dari karya orang lain.

Selanjutnya, apabila di kemudian hari ada “klaim” dari pihak lain, bukan menjadi tanggung jawab Dosen Pembimbing dan atau Fakultas Ekonomi, tetapi menjadi tanggung jawab saya sendiri.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Malang, 12 Maret 2020

ya,

 Much. Maftuhul Fahmi
 NIM : 16510015

HALAMAN PERSEMBAHAN

Karya ilmiah skripsi ini saya haturkan sebagai hadiah bagi:

- Kedua orang tua saya (Ayah Syamsul Arifin dan Ibu Umi Juwaidah) tercinta yang telah merawatku hingga mencapai pada titik kesuksesannya saat ini.
- Guru-guruku yang telah mendidik dan memberikan ilmunya hingga saya dapat memahami dan melewati semua rintangan kehidupan ini.
- Adikku, Ikfina Biha Ridla yang telah memberikan dukungan penuh sampai rampungnya skripsi yang sederhana ini.
- Teman-teman seperjuanganku, utamanya Maulana Fadli, Resya Taufiqurrahman, dan seluruh teman-teman yang telah memberikan dukungannya kepada saya.
- Bapak Muhammad Sulhan, SE., MM. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan arahan dan bimbingan dalam tahap penyelesaian skripsi ini.
- Semua bapak/ibu dosen yang telah memberikan seluruh pelajaran berharga kepada saya.
- Sahabat-sahabatku yang tidak bisa ditulis dan disebut satu per satu yang telah berjuang bersama bersama saya.

MOTTO

**“Only buy something you would be happy to hold
if the market shuts down for 10 years”**

-Warren Buffet-

أجهل الناس من ترك يقين ما عنده لظن ما عند الناس
- المقالة -



KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji syukur dihaturkan kepada Allah Swt. yang telah menganugerahkan taufiq dan inayah-Nya kepada peneliti sehingga dapat merampungkan skripsi yang berjudul “*Pengaruh Free Cash Flow Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)*”. Shalawat dan salam semoga tetap tercurahkan kepada Nabi Muhammad SAW. yang telah memberikan rambu-rambu pedoman kehidupan berupa *Din al-Islam* (agama Islam).

Peneliti menyadari secara sepenuhnya bahwa dalam tahap penyelesaian karya ilmiah ini mengalami banyak kendala, namun berkat taufiq dan inayah-Nya yang disertai dengan arahan, bimbingan, dan tuntunan dari berbagai pihak sehingga berbagai problematika karya ilmiah ini dapat terselesaikan. Dalam lembaran sederhana ini, peneliti hendak menyampaikan beribu-ribu terima kasih kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Abdul Haris, M.Ag, selaku Rektor UIN Maulana Malik Ibrahim Malang.
2. Bapak Dr. H. Nur Asnawi, M. Ag, selaku dekan Fakultas Ekonomi UIN Maulana Malik Ibrahim Malang.
3. Bapak Drs. Agus Sucipto, MM., CRA, selaku ketua jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UIN Maulana Malik Ibrahim Malang.
4. Bapak Muhammad Sulhan, SE, MM, selaku dosen pembimbing yang telah sabar dan ikhlas dalam meluangkan seluruh waktu dan tenaga beliau untuk memberikan arahan, bimbingan, dan motivasi sehingga peneliti dapat menyelesaikan skripsi ini dengan baik.
5. Ibu Dr. Hj. Ilfi Nur Diana, S.Ag, M.Si, selaku wali dosen yang telah memberikan arahan dan bantuan dalam penyelesaian urusan akademik.
6. Seluruh Dosen Fakultas Ekonomi yang telah memberikan ilmu dan *uswah hasanah* kepada peneliti.

7. Orang tua terkasih dan saudara kerabat yang telah mendoakan dan selalu memberikan doa dan motivasi kepada peneliti.
8. Ust. Abdul Kholiq Alwi dan Ust. Dr. Muhibbin, M.H., yang telah memberikan doa dan dukungan kepada peneliti dalam tahapan penyelesaian skripsi.
9. Teman-teman jurusan manajemen konsentrasi keuangan angkatan 2016 yang memberikan dukungan kepada peneliti.
10. Teman-teman seorganisasi peneliti, baik di organisasi PKPT IPNU-IPPNU UIN Maulana Malik Ibrahim Malang, Team Respect, Mahasiswa Ahl at-Thoriqoh al-Mu'tabarah an-Nahdliyyah Malang, maupun teman-teman sepondok Mabna Tahfidz al-Qur'an Ponpes Sabilurrosyad Gasek Malang yang telah memberikan dukungan secara kontinu kepada peneliti.
11. Ikfina Biha Rida yang menemani peneliti dari proses pengerjaan hingga penyempurnaan skripsi ini.
12. Maulana Fadli dan Resya Taufiqurrahman yang telah memberikan dukungan secara penuh kepada peneliti dalam proses penyelesaian skripsi ini.
13. Dan seluruh pihak yang terlibat baik langsung maupun tidak langsung dalam penyelesaian skripsi ini.

Dengan teriring penyelesaian skripsi ini, peneliti mendoakan kepada semua pihak yang terlibat agar mendapat balasan yang lebih baik dari Allah Swt. Peneliti menyadari suatu perkara bila telah rampung akan terlihat kekurangannya. Peneliti berharap semoga karya ilmiah yang sederhana ini dapat bermanfaat bagi seluruh pihak, terkhusus bagi para pembaca dan peneliti khususnya. *Amin Ya Rabb al-'Alamin.*

Malang, 11 Maret 2020

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN SAMPUL DEPAN	i
HALAMAN JUDUL	ii
HALAMAN PERSETUJUAN	iii
HALAMAN PENGESAHAN	iv
HALAMAN PERNYATAAN	v
HALAMAN PERSEMBAHAN	vi
HALAMAN MOTTO	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
ABSTRAK	xvi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Rumusan Masalah	7
1.3. Tujuan Penelitian	7
1.4. Manfaat Penelitian	8
BAB II KAJIAN PUSTAKA	9
2.1. Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu	9
2.2. Kajian Teori	39
2.2.1. Kebijakan Dividen	39
2.2.2. Teori Sinyal (<i>Signalling Theory</i>)	44
2.2.3. Teori Agensi (<i>Agency Theory</i>)	46
2.2.4. <i>Free cash flow</i> (Arus Kas Bebas)	48
2.2.5. <i>Investment opportunity set</i> (Set Kesempatan Investasi)	51
2.2.6. Kepemilikan Institusional	55
2.3. Kerangka Konseptual	58
2.4. Penyusunan Hipotesis	58
2.4.1. <i>Free cash flow</i> (Arus Kas Bebas) berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen	59
2.4.2. <i>Investment opportunity set</i> (Kesempatan Investasi) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen	59

2.4.3.	Kepemilikan Institusional (KI) dapat memoderasi pengaruh <i>free cash flow</i> (Arus Kas Bebas) dan <i>investment opportunity set</i> (IOS) secara parsial terhadap Kebijakan Dividen.....	60
BAB III METODE PENELITIAN		62
3.1.	Jenis dan Pendekatan Penelitian	62
3.2.	Lokasi Penelitian.....	62
3.3.	Populasi dan Sampel Penelitian.....	62
3.4.	Teknik Pengambilan Sampel	63
3.5.	Data dan Jenis Data.....	65
3.6.	Teknik Pengumpulan Data.....	65
3.7.	Definisi Operasional Variabel	65
3.7.1.	Kebijakan Dividen	66
3.7.2.	<i>Free cash flow</i> (Arus Kas Bebas)	66
3.7.3.	<i>Investment opportunity set</i> (Kesempatan Investasi)	66
3.7.4.	Kepemilikan Institusional	67
3.8.	Analisis Data.....	67
3.8.1.	Uji Asumsi Klasik.....	67
3.8.2.	Koefisien Determinasi	69
3.8.3.	Analisis Regresi Moderasi (<i>Moderating Regresion Analysis</i>).....	70
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....		74
4.1.	Hasil Penelitian	74
4.1.1.	Gambaran Umum Objek Penelitian	74
4.1.2.	Gambaran Umum Variabel Penelitian.....	81
4.1.3.	Uji Asumsi Klasik.....	87
4.1.4.	Koefisien Determinasi (R^2).....	91
4.1.5.	Uji Hipotesis	92
4.2.	Pembahasan	95
4.2.1.	Pengaruh Free Cash Flow (Arus Kas Bebas) Terhadap Kebijakan Dividen.....	96
4.2.2.	Pengaruh Investment Opportunity Set (Set Kesempatan Investasi) Terhadap Kebijakan Dividen	98
4.2.3.	Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen	101
BAB V PENUTUP.....		104
5.1.	Kesimpulan	104
5.2.	Saran	105

DAFTAR PUSTAKA	107
LAMPIRAN-LAMPIRAN	113



DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1 Total Dividen Yang Dibagikan Selama Periode	2
Gambar 1.2 Total Emiten yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018 ...	3
Gambar 1.3 Sumbangsih Industri Manufaktur terhadap PDB Nasional	4
Gambar 2.4 Kerangka Konseptual	58
Gambar 4.1 Perkembangan DPR Tahun 2014-2018	81
Gambar 4.2 Perkembangan Free Cash Flow Tahun 2014-2018	83
Gambar 4.3 Perkembangan Investment Opportunity Set Tahun 2014-2018	84
Gambar 4.4 Perkembangan Kepemilikan Institusional Tahun 2014-2018	86
Gambar 4.5 Uji Heteroskedastisitas	90



DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	16
Tabel 3.1 Populasi dan Sampel	63
Tabel 3.2 Daftar Sampel Emiten Saham	64
Tabel 4.1 Uji Normalitas	87
Tabel 4.2 Uji Linieritas	88
Tabel 4.3 Uji Multikolinieritas	89
Tabel 4.4 Uji Autokorelasi	90
Tabel 4.5 Koefisien Determinasi	91
Tabel 4.6 Uji T	92
Tabel 4.7 Uji T	92
Tabel 4.8 Uji MRA	93
Tabel 4.9 Uji MRA	94
Tabel 4.10 Uji Sebelum dan Sesudah MRA	84

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Perhitungan Kebijakan Dividen (DPR), Free Cash Flow, Investment Opportunity Set (IOS), dan Kepemilikan Institusional 2014-2018

Lampiran 2. Hasil Output SPSS

Lampiran 3. Bukti Konsultasi

Lampiran 4. Cek Plagiarisme

Lampiran 5. Kartu Bebas Plagiarisme

Lampiran 6. Biodata Peneliti



ABSTRAK

Much. Maftuhul Fahmi. 2020. SKRIPSI. Judul: “Pengaruh *Free Cash Flow* Dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)”

Pembimbing : Muhammad Sulhan, SE., MM.

Kata Kunci : Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Institusional, Industri Manufaktur

Dividen merupakan salah satu faktor determinan tingkat kekayaan pemegang saham (*shareholders*). Dalam menentukan kebijakan dividennya, perusahaan rata-rata memakai basis arus kas bebas. Hal ini memiliki makna kongruen bahwa di saat perusahaan tidak mendistribusikan dividen di tahun tersebut, maka kemungkinan besar perusahaan memilih opsi investasi jangka panjang berupa *investment opportunity set* (set kesempatan investasi). Konflik agensi yang muncul antara pemegang saham dan manajer untuk menentukan kebijakan dividen dapat diatasi dengan meningkatkan tingkat kepemilikan perusahaan. Salah satunya adalah meningkatkan tingkat kepemilikan institusional. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui besaran pengaruh *free cash flow* (arus kas bebas) dan *investment opportunity set* (set kesempatan investasi) terhadap kebijakan dividen dengan menjadikan kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi.

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif deskriptif. Objek penelitian ini adalah emiten manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan yang mendistribusikan dividen secara kontinu dari tahun 2014 hingga 2018. Metode sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling* dan diperoleh sampel penelitian sebanyak 24 emiten. Analisis data penelitian ini diolah dengan menggunakan metode *Moderate Regression Analysis* (MRA) via software SPSS.

Penelitian ini menghasilkan temuan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Selain itu, variabel *investment opportunity set* berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan tingkat kepemilikan institusional perusahaan tidak signifikan dalam memoderasi hubungan antara variabel *free cash flow* dan *investment opportunity set* secara parsial terhadap kebijakan dividen. Kendati demikian, variabel kepemilikan institusional dapat memberi efek penguatan dalam memengaruhi variabel *free cash flow* dan *investment opportunity set* secara parsial terhadap kebijakan dividen.

ABSTRACT

Much Maftuhul Fahmi. 2020. Thesis. Title: "The Effect of *Free Cash Flow* and *Investment Opportunity Set* on Dividend Policy with Institutional Ownership as Moderating Variables (Case Study in Manufacturing Industry Companies Listed on Indonesia Stock Exchange Period 2014-2018)"

Supervisor : Muhammad Sulhan, SE., MM.

Keywords : Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dividend Policy, Institutional Ownership, Manufacturing Industry

Dividend is one determinant factor level of shareholder (*shareholders*). In determining dividend policy, the average company uses a free cash flow basis. When a company does not distribute dividends in that year, it is preferred that the company will choose the long-term investment option, namely investment opportunity set. Agency conflicts that arise between shareholders and managers to determine dividend policy can be overcome by increasing the level of company ownership. One of them is to increase the level of institutional ownership. The purpose of this study is to determine the effect of free cash flow and investment opportunity set on dividend policy with institutional ownership as a moderating variable.

This research uses descriptive quantitative method. The object is manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange and which distributed dividends in a row from 2014 to 2018. The sampling method in this research was the purposive sampling method and the resulting sample of this research were 24 companies. The data analysis of this research was processed using the method *Moderate Regression Analysis* (MRA) with the SPSS software.

The results show that free cash flow had a significant positive effect on dividend policy. In addition, the dividend policy had a negative result when interacted with the investment opportunity set variable. While the level of corporate institutional ownership is not significant in moderating the relationship between the free cash flow variable and the investment opportunity set partially on dividend policy. Nevertheless, institutional ownership variables can have a strengthening effect in partially affecting the variable free cash flow and investment opportunity set on dividend policy.

مستخلص البحث

محمد مفتوح الفهم. ٢٠٢٠.. أثار التدفق النقدي الحري و مجموعة فرص الاستثمار على سياسة توزيعات الأرباح مع المؤسسي الملكية كالمعتدل (دراسة حالة في شركات قطاع الصناعات التحويلية المدرجة في اندونيسيا بورصة الفترة ٢٠١٤ - ٢٠١٨).

مشرف : محمد صلحان, M.M., S.E.

الكلمات المفتاحية : التدفق النقدي الحري ، مجموعة فرص الاستثمار ، سياسة توزيع الأرباح ، الملكية المؤسسية ، الصناعة التحويلية ،

توزيع الأرباح أحد عوامل من غنية المساهمين (حملة الأسهم). عند تحديد سياسة توزيع الأرباح، تستخدم الشركة المتوسطة أساس التدفق النقدي الحري. من ناحية أخرى ، عندما لا توزع شركة أرباح الأسهم في ذلك العام ، فمن المرجح أن تختار الشركة الإستثمار الطويل في شكل مجموعة فرص الاستثمار. يمكن التغلب على صراعات الوكالة التي تنشأ بين المساهمين والمديرين لتحديد سياسة توزيع الأرباح عن طريق زيادة مستوى ملكية الشركة. أحدها هو زيادة مستوى الملكية المؤسسية. الغرض من هذه الدراسة هو تحديد تأثير التدفق النقدي الحري وفرصة الاستثمار على سياسة توزيع الأرباح مع الملكية المؤسسية كمتغير معتدل.

يستخدم هذا البحث طريقة كمية وصفية. الهدف من هذا البحث هو شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا والتي قامت بتوزيع أرباح متتالية من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨. كانت طريقة أخذ العينات المستخدمة في هذه الدراسة هي طريقة أخذ العينات الهادفة وكانت العينة الناتجة من هذا البحث ٢٤ شركة. تمت معالجة تحليل البيانات لهذا البحث باستخدام طريقة تحليل الانحدار المعتدل (MRA) بمساعدة برنامج SPSS.

أظهرت النتائج أن التدفق النقدي الحري كان له تأثير إيجابي كبير على سياسة توزيع الأرباح. بالإضافة إلى ذلك ، فإن متغير مجموعة فرص الاستثمار له تأثير سلبي كبير على سياسة توزيع الأرباح. حين أن مستوى الملكية المؤسسية للشركات ليس كبيراً في تعديل العلاقة بين متغير التدفق النقدي الحر وفرصة الاستثمار المحددة جزئياً على سياسة توزيع الأرباح. ومع ذلك ، يمكن أن يكون لمتغيرات الملكية المؤسسية تأثير قوي في التأثير جزئياً على التدفق النقدي المتغير وفرص الاستثمار المحددة في سياسة توزيع الأرباح.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

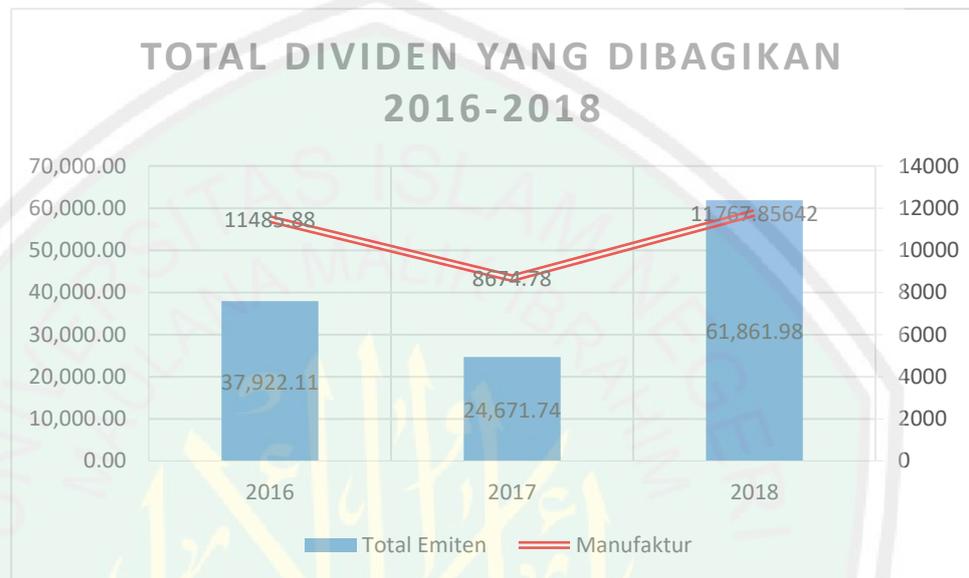
Dividen merupakan suatu *reward* yang diberikan perusahaan untuk pemegang saham (investor) berupa imbalan atas kesediaan berinvestasi di perusahaan tersebut. Total dividen yang akan dibagikan tentu dihitung berdasarkan jumlah laba tahunan yang dihasilkan oleh sebuah perusahaan. Selain dihitung berdasarkan jumlah laba tahunan, pimpinan perusahaan juga berhak untuk menentukan besaran dividen per lembar sahamnya. Umumnya, dividen akan dibagikan pada para investor tiap tahunnya.

Kebijakan dividen memikat banyak perhatian para investor. Hal ini bisa diamati jika semakin tinggi dividen perusahaan, maka pada umumnya para investor semakin tertarik untuk membeli saham tersebut. Dengan demikian, tidak heran bila perusahaan berlomba-lomba memberikan dividen yang stabil kepada setiap investornya. Di sebagian perusahaan, dividen bahkan diberikan lebih dari satu kali tiap tahunnya. Optimalisasi kebijakan dividen sendiri didorong kuat oleh langkah dan kebijakan pihak manajemen perusahaan. Tujuannya adalah agar terciptanya keseimbangan antara pembagian dividen secara kontinu oleh sebuah perusahaan. Dengan demikian, perusahaan tentu perlu untuk menimbang faktor-faktor yang dapat memengaruhi kebijakan dividen sebuah perusahaan.

Gumanti (2013:64) berpendapat bahwa pembagian dividen dapat menjadi sinyal positif bagi keberlangsungan suatu perusahaan. Wiagustini (2013) menambahkan bahwa pembagian dividen juga dapat menggambarkan kinerja dari sebuah perusahaan. Selain itu dari sisi investor, dividen (Azhagiaah dan Priya, 2008) merupakan salah satu hal yang diharapkan investor, karena dapat menjadi faktor determinan tingkat kekayaan pemegang saham (*shareholder*). Oleh karenanya, pembagian

dividen menjadi salah satu hal penting yang sangat diharapkan seorang investor.

Gambar 1.1
Total Dividen Yang Dibagikan Selama Periode 2016-2018



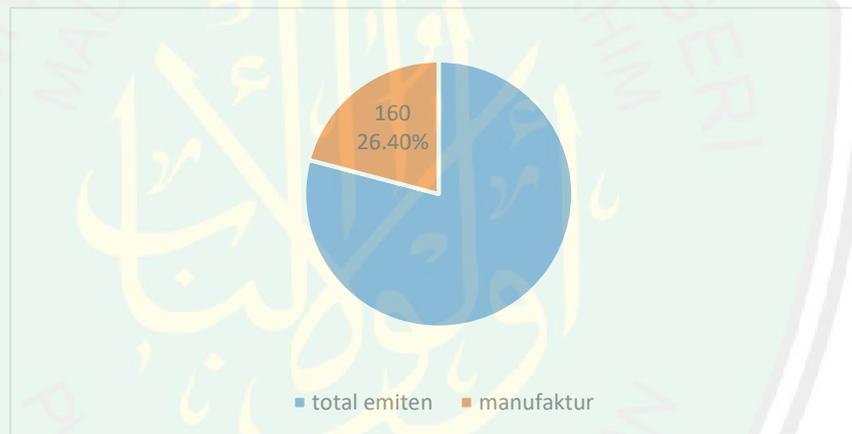
Sumber: Data Diolah (2020)

Pembagian dividen tiap tahunnya selalu diumumkan dan dipublikasikan secara berkala. Gambar 1.1 dengan batang biru menggambarkan semenjak tahun 2016 hingga 2018, pembagian total dividen per lembarnya pada seluruh emiten Bursa Efek Indonesia (BEI) mengalami fluktuasi. Pada tahun 2016, tercatat total dividen yang dibagikan adalah sebesar Rp. 37,792.11. Kemudian pada tahun berikutnya, pembagian dividen mengalami penurunan sebesar 34.94% dan dividen yang dibagikan tercatat hanya Rp. 24,671.64. Pada tahun 2018, total dividen yang dibagikan sebesar Rp. 61,861.98,- atau meningkat sebesar 150.7% dari tahun 2017.

Sedangkan pada sektor manufaktur, total pembagian dividen juga mengalami fluktuasi dari tahun 2016 hingga 2018. Gambar pada sektor manufaktur bisa dilihat dari pergerakan garis merah pada gambar 1.1. Pada tahun 2016, tercatat perusahaan di sektor manufaktur mencatat dividen yang dibagikan sebesar Rp. 11,485.88,-. Kemudian di tahun berikutnya, total dividen yang dibagikan di sektor ini sempat menurun sampai 24.4% atau

setara dengan Rp. 8,674.78,-. Namun capaian dividen pada tahun berikutnya terus membaik sampai pada level 35.65% atau sampai pada capaian sebesar Rp. 11,767.85,-. Di sisi lain, total dividen perusahaan-perusahaan sektor manufaktur menguasai 30.28% dari keseluruhan total dividen yang dibagikan di tahun tersebut. Fluktuasi angka yang ditunjukkan gambar 1.1 beserta deskripsinya dapat dilihat secara eksplisit bahwa pembagian dividen di sektor manufaktur menunjukkan keserasian dengan fluktuasi total dividen di seluruh emiten yang terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2016-2018.

Gambar 1.2
Total Emiten yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018

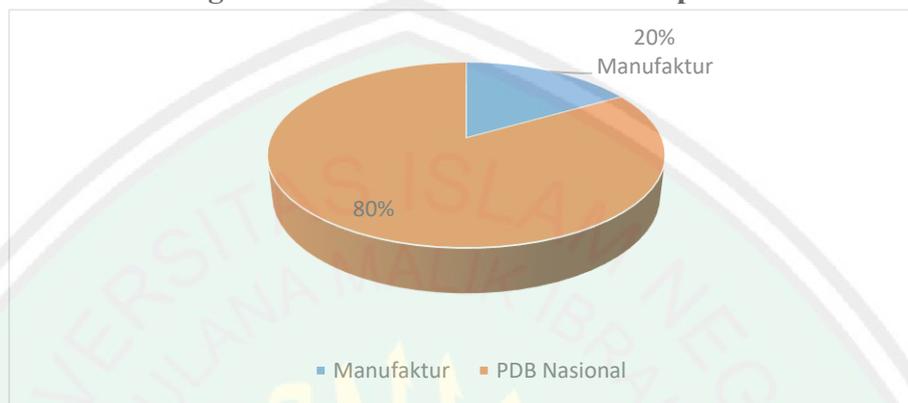


Sumber: Data Diolah (2020)

Statistik IDX (*Indonesia Stock Exchange*) menghitung ada 606 perusahaan yang telah terdaftar (*listed*) di Bursa Efek Indonesia selaku badan resmi pemerintah yang mengatur pasar sekunder per Desember 2018 (Bursa Efek Indonesia, 2018). Dari total 606 perusahaan yang listed di BEI tersebut, tercatat 160 perusahaan yang bergerak di industri manufaktur sebagaimana dapat dilihat dalam gambar 1.2. Artinya, 26.40% dari jumlah emiten Bursa Efek Indonesia berisi emiten dari sektor manufaktur. Selain itu, Kementerian Perindustrian (Siaran Pers Kementerian Perindustrian, 2019) mencatat bahwa industri manufaktur berkontribusi sebesar 20% terhadap laju Pertumbuhan Domestik Bruto (PDB) nasional semenjak 2014-2019 sebagaimana dapat dilihat pada gambar 1.3. Besarnya jumlah emiten

manufaktur dan segala kontribusinya menjadi alasan peneliti untuk meletakkan objek risetnya di emiten industri sektor manufaktur.

Gambar 1.3
Sumbangsih Industri Manufaktur terhadap PDB Nasional



Sumber: Data Diolah (2020)

Faktor kunci yang berpengaruh dominan bagi kebijakan dividen salah satunya adalah aliran arus kas bebas (*free cash flow*). Hal ini sebagaimana dikemukakan dalam penelitian Andres, et al. (2009) yang mengulas fakta bahwa rata-rata perusahaan di Jerman menggunakan basis arus kas dalam memutuskan kebijakan dividen perusahaannya. Dewasiri, et al. (2019) mengategorikan *free cash flow* (arus kas bebas) sebagai salah satu determinan dalam penentuan kebijakan dividen perusahaan. Adapun penelitian mengenai *free cash flow* di Indonesia, Suartawan dan Yasa (2016) dan Devi (2019) membuktikan secara faktual bahwa ada pengaruh positif *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Iryuliawati (2013) tidak dapat membuktikan signifikansi *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Bahkan dalam penelitian Andriyanti dan Wirakusuma (2014), *free cash flow* tidak terbukti memiliki *impact* (dampak) terhadap kebijakan dividen.

Kemudian faktor kunci selain *free cash flow* yang dapat memengaruhi kebijakan dividen perusahaan adalah *Investment opportunity set* (IOS) atau kesempatan investasi. IOS sendiri merupakan tingginya peluang atau kesempatan investasi pada perusahaan tertentu. (Hartono, 2003) Tingginya IOS suatu perusahaan akan selaras dengan peluang

investasinya dalam bentuk aset jangka panjang dalam perusahaan. (Ngurah dan Gayatri, 2018) Selain itu, tingginya peluang investasi yang *profitable* (menguntungkan) sebuah perusahaan kontradiksi dengan rasio kebijakan dividen perusahaan. Artinya tingginya kesempatan investasi cenderung dapat meminimalisir pembayaran dividen tunai. Beberapa hasil penelitian menunjukkan hasil riset yang berbeda dalam menilai hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan dividen. Mawarni dan Ratnadi (2014), Hussain dan Usman (2013), Natalia (2013), dan Yudiana dan Yadnyana (2016) membuktikan temuan adanya pengaruh negatif antara IOS dan kebijakan dividen. Lebih dari itu, Pradana dan Sanjaya (2017), Farisah (2015), dan Tarwiyah (2018) mengemukakan fakta bahwa tidak ditemukan hubungan antara IOS dan kebijakan dividen. Sedangkan, Suartawan dan Yasa (2016) dan Anam, dkk (2016) justru menemukan pengaruh positif *investment opportunity set* terhadap dividen tunai.

Selain free cash flow dan investment opportunity set sebagai faktor determinan, kebijakan dividen sering terkait langsung dengan konflik keagenan (*agency problem*) (Putri dan Nasir, 2006). Untuk mengatasi masalah tersebut, peningkatan kepemilikan institusional dapat meminimalisir konflik agensi tersebut. Hal ini didasarkan pada alasan bahwa perusahaan atau institusi dengan jumlah kepemilikan saham yang lebih besar dapat menentukan keputusan suatu perusahaan jika sudah diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Buchdadi, et al, 2019). Selain itu, tingginya rata-rata angka kepemilikan institusional selama 3 tahun (2016-2018) yang berada di kisaran 60% ke atas (data diolah, 2020) menjadikan peneliti tertarik untuk mengulas kekuatan moderasi variabel tersebut.

Beberapa riset telah mengkaji hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen. Abdelsalam, et al. (2008) dalam risetnya yang menjadikan kepemilikan institusional sebagai proksi *Good Corporate Governance* (GCG) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, kinerja perusahaan (*performance*), dan pembayaran dividen.

Senada dengan Abdelsalam (2008), Kurniawati, et al. (2015) Firth, et al (2016), dan Sumartha (2016), dan Sutanto (2017) menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa *impact* positif dari kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Bertolak belakang dari ketiga penelitian di atas, Ridho (2014), Sari dan Budiasih (2016), dan Wongso (2013) tidak dapat membuktikan signifikansi interaksional antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Bahkan Cahyani dan Adi (2014) menemukan fakta sebaliknya bahwa ada temuan signifikansi negatif antara variabel kepemilikan institusional dan kebijakan dividen.

Penelitian ini menilik riset Dewasiri (2019) yang meneliti tentang faktor-faktor determinan kebijakan dividen perusahaan. Peneliti menempatkan variabel aliran kas bebas (*free cash flow*) dan set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) sebagai variabel bebas dan variabel kebijakan dividen sebagai variabel terikat dengan menyertakan variabel kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi. Variabel kepemilikan institusional sebagai pemoderasi, rumus rasio dari masing-masing variabel, dan objek emiten manufaktur merupakan bentuk orisinalitas penelitian yang ditawarkan peneliti. Kemudian peneliti meletakkan seluruh populasi emiten manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 5 tahun yang dihitung dari tahun 2014 hingga 2018 sebagai objek penelitian. Selanjutnya, populasi tersebut dikerucutkan menjadi beberapa sampel emiten dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, dengan menerapkan kriteria perusahaan yang mendistribusikan dividen pada 2014-2018 (5 tahun) secara kontinu. Dengan demikian, total sampel penelitian ini dihitung sebesar 120 data dari 24 perusahaan dengan rentang waktu 5 tahun.

Berkaca dari berbagai ulasan penelitian terdahulu yang masih banyak dijumpai inkonsistensi resultan penelitian, maka peneliti ingin melakukan kajian ulang terhadap kebijakan dividen yang dipengaruhi oleh variabel *free cash flow* dan *investment opportunity set* dengan dimoderasi oleh kepemilikan manajerial dan institusional. Oleh karenanya, penelitian

ini akan diberi judul “**Pengaruh *Free Cash Flow* dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)**”.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka rumusan masalah dapat diformulasikan sebagai berikut.

1. Apakah aliran kas bebas (*free cash flow*) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen?
2. Apakah kesempatan investasi (*investment opportunity set*) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen?
3. Apakah kepemilikan institusional dapat memoderasi secara parsial aliran kas bebas (*free cash flow*) dan kesempatan investasi (*investment opportunity set*) terhadap kebijakan dividen?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka penelitian ini bertujuan untuk antara lain sebagai berikut.

1. Untuk mengetahui besaran pengaruh aliran kas bebas (*free cash flow*) terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2018.
2. Untuk mengetahui besaran pengaruh kesempatan investasi (*investment opportunity set*) terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2018.
3. Untuk mengetahui besaran kekuatan moderasi variabel kepemilikan institusional dalam memoderasi aliran kas bebas (*free cash flow*) dan kesempatan investasi (*investment opportunity set*) secara parsial

terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2018.

1.4. Manfaat Penelitian

Adapun uraian manfaat penelitian ini adalah sebagai berikut.

- Manfaat Teoritis

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kebijakan dividen yang dipengaruhi oleh aliran kas bebas (*free cash flow*) dan kesempatan investasi (*investment opportunity set*) dan sekaligus menguji kekuatan moderasi dari kepemilikan institusional dalam memoderasi pengaruh aliran kas bebas (*free cash flow*) dan kesempatan investasi (*investment opportunity set*) secara parsial terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini diharapkan dapat memperbanyak khazanah keilmuan terutama di bidang kajian dividen saham, khususnya di dalam pengembangan teori-teori yang terkait, seperti teori agensi dan teori sinyal.

- Manfaat Praktis

Penelitian ini secara praktis dapat menjadi tambahan referensi dan bahan pertimbangan para investor dalam melakukan investasi di bursa efek. Kemudian di sisi lain, perusahaan juga diharapkan dapat menjadikan kajian ini sebagai acuan dalam menentukan kebijakan dividen. Adapun bagi peneliti selanjutnya, penelitian ini dapat dikembangkan dalam kerangka riset yang lebih kompleks dan dapat dijadikan bahan referensi dalam rangka pengembangan penelitian setelahnya.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Hasil-Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang kajian dividen telah banyak diulas. Salah satunya adalah penelitian Dewasiri, et al. (2019) yang mengulas tentang faktor-faktor penentu kebijakan dividen. Dewasiri, et al. (2019) meneliti 191 perusahaan di Srilanka dengan 11 tahun pengamatan (2011-2016) atau setara dengan total 1.337 kali observasi (jumlah perusahaan dikali 7 tahun pengamatan). Peneliti menggunakan model *Regresi Binary Logistic* dan *Regresi Panel Fixed Effect*. Temuannya adalah bahwa faktor-faktor determinan kebijakan dividen adalah keputusan dividen yang lalu (*past dividend*), laba, kesempatan investasi, profitabilitas, aliran kas bebas, *corporate governance*, kepemilikan perusahaan, ukuran perusahaan, dan industri.

Suartawan dan Yasa (2016) meneliti tentang nilai perusahaan yang dipengaruhi oleh *investment opportunity set* dan *free cash flow* dengan meletakkan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Suartawan dan Yasa (2016) mengambil sampel sebanyak 25 perusahaan dengan metode *purposive sampling*. Analisis path adalah analisis yang ditawarkan Suartawan dan Yasa (2016) dalam penelitian ini. Penelitian ini juga menghasilkan beberapa temuan, antara lain: hubungan positif *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan secara parsial, temuan positif pada *free cash flow* terhadap kebijakan *dividend* an nilai perusahaan, dan temuan kurang signifikan pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai *intervening*.

Devi (2019) menguji pengaruh *investment opportunity set*, *free cash flow*, kebijakan hutang, dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen di emiten manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 4 tahun (2014-2017). Analisis regresi berganda dengan software SPSS 23.0

adalah analisis yang dipakai dalam penelitian ini. Resultan penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh *investment opportunity set*, *free cash flow*, kebijakan hutang, dan pertumbuhan perusahaan manufaktur.

Iryuliawati (2013) meneliti kebijakan dividen yang diuji coba pengaruh oleh *free cash flow*, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, dan *Return On Asset* (ROA). Perusahaan LQ45 dengan likuiditas teratas menjadi pilihan objek penelitian ini. Dalam penelitiannya, Iryuliawati (2013) mengambil sampel 13 perusahaan dengan periode tahun 2009 hingga 2011. Penelitian ini menghasilkan dua temuan penting, yaitu: kebijakan dividen tidak signifikan dipengaruhi oleh *free cash flow*, pertumbuhan aset, dan ukuran perusahaan dan hanya ROA dalam riset ini yang memiliki daya pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Andriyanti dan Wirakusuma (2014) telah menguji kebijakan dividen yang dipengaruhi oleh profitabilitas, *leverage*, dan *free cash flow* dengan dimoderasi oleh *good corporate governance*. Penelitian ini melibatkan 20 emiten yang *listed* di indeks CGPI (*Corporate Governance Perception Index*) dengan tiga tahun penelitian (2009-2011). Namun karena 30 data yang tidak lengkap, maka penelitian ini terbatas hanya meneliti 30 sampel penelitian. Uji moderasi dan uji parsial diterapkan dalam penelitian ini. Hasilnya, kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh profitabilitas, *leverage*, dan arus kas bebas dan efek moderasi Good Corporate Governance tidak begitu signifikan dalam penelitian ini. Temuan peneliti ini kemungkinan besar diakibatkan oleh keterbatasan data yang hanya melibatkan 30 sampel data.

Mawarni dan Ratnadi (2014) menguji kebijakan dividen yang dipengaruhi variabel *investment oppprtunity set*, struktur permodalan, dan likuiditas terhadap kebijakan dividen emiten-emiten manufaktur. Penelitian ini mengamati 72 data pengamatan. Hasil analisis penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berhubungan terbalik (negatif)

dengan kesempatan investasi dan struktur permodalan, sedangkan kebijakan dividen signifikan dipengaruhi oleh variabel likuiditas.

Hussain dan Usman (2013) menguji kebijakan dividen perusahaan dengan dipengaruhi oleh kesempatan investasi, *leverage*, dan ukuran perusahaan (*firm size*). Sampel penelitian ini adalah emiten yang terdaftar dalam indeks KSE-100 mulai 2008 hingga 2011. Analisis regresi OLS dijadikan Hussain dan Usman (2013) dalam penelitian ini. Hasil analisis menunjukkan bahwa hubungan kebijakan dividen berbanding terbalik dengan kesempatan investasi, berbanding lurus (positif) dan signifikan dengan ukuran perusahaan (*firm size*), dan tidak signifikan dengan variabel *leverage*.

Natalia (2013) meneliti hubungan kebijakan dividen emiten manufaktur dengan profitabilitas dan *investment opportunity*. Penelitian ini mengambil objek seluruh emiten perusahaan manufaktur yang mengeluarkan *annual report* (laporan keuangan) secara rutin selama 3 tahun (2008-2010). Analisis regresi berganda digunakan dalam penelitian ini. Resultan penelitian memaparkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh profitabilitas dan justru berbanding terbalik ketika berhubungan dengan kesempatan investasi, meski tidak signifikan.

Pradana dan Sanjaya (2017) menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi pembayaran dividen. Pradana dan Sanjaya melibatkan beberapa variabel yang diprediksi memengaruhi pembayaran dividen perusahaan: profitabilitas, *free cash flow*, set kesempatan investasi, dan *size* sebagai variabel kontrol. Adapun sampel penelitian sebesar 29 bank yang listed di Bursa Efek Indonesia. Riset ini mengemukakan temuan-temuan berikut: profitabilitas memengaruhi terhadap pembayaran dividen secara positif, *free cash flow* dan set kesempatan investasi kurang signifikan terhadap pembayaran dividen, dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

Farisah (2015) menguji pengaruh kesempatan investasi, *size*, profitabilitas, dan *Debt To Equity Ratio* (DER) terhadap rasio pembayaran

dividen periode 2009-2011. Sampel pada penelitian ini sebesar 12 perusahaan dengan rentang waktu 2009 hingga 2011. Temuan peneliti adalah bahwa pembayaran dividen dipengaruhi oleh *size* dan profitabilitas. Sebaliknya, pembayaran dividen tidak dipengaruhi oleh *investment opportunity set* dan *debt to equity ratio*. Adapun uji secara simultan menunjukkan bahwa pembayaran dividen dipengaruhi secara signifikan oleh keseluruhan variabel.

Tarwiyah (2018) menguji kesempatan investasi, *leverage*, profitabilitas dan likuiditas terhadap pembayaran dividen perusahaan. Sampel yang diujikan adalah sebanyak 12 perusahaan dengan objek industri barang konsumsi yang *listed* di Bursa Efek Indonesia. Analisis regresi berganda adalah analisis yang diterapkan Tarwiyah (2018) dalam penelitian ini. Temuan peneliti meliputi: kebijakan dividen tidak signifikan dipengaruhi oleh kesempatan investasi, *leverage*, dan likuiditas, dan berbanding terbalik dengan profitabilitas yang memengaruhi signifikan kebijakan dividen.

Anam, dkk (2016) dalam penelitiannya menguji kebijakan dividen yang dipengaruhi oleh profitabilitas dan *investment opportunity set*. Seluruh emiten yang *listed* di Bursa Efek Indonesia dijadikan objek penelitian. Sampel pada penelitian ini sebanyak 262 perusahaan (dengan menggunakan kriteria tertentu) dan dianalisis dengan menggunakan analisis path. Peneliti mengemukakan hasilnya sebagai berikut: a) kebijakan dividen tunai dipengaruhi secara negatif oleh profitabilitas, b) kebijakan dividen tunai dipengaruhi oleh *investment opportunity set*, dan c) kebijakan dividen tunai secara simultan dipengaruhi oleh variabel profitabilitas dan *investment opportunity set*, meski kurang signifikan.

Sumanti dan Mangantar (2015) menguji kebijakan dividend an nilai perusahaan yang dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, dan profitabilitas. Seluruh emiten manufaktur adalah objek dalam penelitian ini dengan durasi pengamatan selama 5 tahun (2008-2012). Penelitian ini menggunakan analisis path. Peneliti menemukan bahwa

kebijakan dividen dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial dan tidak dipengaruhi oleh kebijakan hutang dan profitabilitas. Adapun terhadap variabel nilai perusahaan, variabel yang berpengaruh hanya profitabilitas, selainnya tidak berpengaruh.

Sumartha (2016) menguji struktur kepemilikan dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen dengan konsentrasi kepemilikan terhadap variabel moderasi. Analisis *Moderating Regression Analysis* (MRA) digunakan dalam riset ini dengan melibatkan 97 perusahaan. Hasilnya, kepemilikan manajerial dan institusional secara parsial dapat memengaruhi kebijakan dividen secara signifikan dan positif. Selain itu, konsentrasi kepemilikan mampu memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial dan institusional terhadap kebijakan dividen.

Jayanti dan Puspitasari (2017) menguji variabel *ownership structure* (struktur kepemilikan) dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen. Objeknya adalah emiten manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indoensia selama 2008 hingga 2012. Sampel yang didapatkan adalah 81 perusahaan. Analisis regresi berganda diterapkan dalam uji parsial pengaruh variabel struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen. Peneliti menemukan hasil bahwa: kebijakan dividen dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, konsentrasi kepemilikan, dan *free cash flow* dan tidak dipengaruhi oleh kepemilikan institusional dan asing.

Yudiana dan Yadnyana (2016) menguji variabel kebijakan dividen yang dipengaruhi variabel kepemilikan manajerial, *leverage*, kesempatan investasi, dan profitabilitas. Objek penelitian adalah emiten manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama 2011 hingga 2013. Adapun sampel yang diperoleh sebanyak 126 pengamatan. Peneliti menemukan bahwa kebijakan dividen dapat dipengaruhi secara positif oleh *leverage* dan kesempatan investasi, secara negatif oleh profitabilitas, dan tidak dipengaruhi secara signifikan oleh kepemilikan manajerial.

Alamsyah dan Muchlas (2018) hendak menguji nilai perusahaan saat dipengaruhi oleh *ownership structure*, *leverage*, *set investment opportunity*

dan menjadikan kebijakan dividen sebagai intervening. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda. Hasil penelitian adalah kebijakan dividen dipengaruhi signifikan negatif oleh *ownership structure* dan nilai perusahaan dipengaruhi positif secara signifikan oleh *leverage*. Adapun kebijakan dividen dapat mengintervensi pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan *leverage* berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, dan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Abdelsalam, et al. (2008) ingin menguji kebijakan dividen di pasar modal dalam negara yang masih menghadapi masa transisi. Variabel ujinya adalah komposisi kepemimpinan, struktur kepemilikan, dan kebijakan dividen di pasar modal. Objek yang dipilih adalah perusahaan yang ada di indeks CASE 50. Peneliti menemukan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan dan kebijakan dividen.

Kurniawati, et al. (2015) ingin menguji bukti nyata kebijakan dividen dan harga saham yang dipengaruhi oleh kepemilikan institusional di perusahaan subsektor properti dan *real estate*. Analisis regresi berganda adalah analisis yang digunakan peneliti dalam risetnya ini. Hasilnya, kebijakan dividen dan harga saham dipengaruhi kepemilikan institusional.

Sutanto (2017) menguji kebijakan dividen yang dipengaruhi kepemilikan institusional di subsektor industri properti, *real estate*, dan konstruksi bangunan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama 2011-2015 (lima tahun). Variabel yang diuji antara lain: kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, *free cash flow*, utang, pertumbuhan, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan volatilitas. Hasil penelitian menunjukkan signifikansi pengaruh positif dari variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, dan volatilitas terhadap kebijakan dividen. Variabel kebijakan dividen secara signifikan dan negatif dipengaruhi oleh pertumbuhan dan ukuran perusahaan dan tidak signifikan dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, utang, dan *free cash flow*.

Cahyani dan Adi (2014) menguji perbedaan antara perusahaan berbasis keluarga dan perusahaan non keluarga yang didasarkan pada kepemilikan ultimate. Metode sampling dari penelitian ini adalah sebesar 400 perusahaan maufaktur yang dianalisis dengan menggunakan uji beda rata-rata. Hasilnya terdapat perbedaan antara perusahaan berbasis keluarga dan non-keluarga. Perusahaan berbasis keluarga membayarkan dividennya lebih rendah daripada perusahaan non keluarga.

Muhammad Ridho (2014) menguji hubungan variabel *dividend payout ratio* (DPR) yang dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, institusional, *investment opportunity set* (IOS), *return on asset* (ROA), dan *debt to equity ratio* (DER). Analisis regresi berganda dipilih oleh peneliti dalam melakukan uji pengaruh variabel di atas terhadap kebijakan dividen seluruh emiten terdaftar di BEI selama tiga tahun (2008-2010). Temuan penelitian ini adalah variabel kepemilikan manajerial sangat memengaruhi besar kecilnya *dividend payout ratio* (DPR). Dengan demikian, semakin besar tingkat kepemilikan manajerial, maka besar kemungkinan perusahaan akan membagikan dividennya.

Sari dan Budiasih (2016) menguji kebijakan dividen emiten manufaktur selama 4 tahun (2010-2013) yang dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, institusional, *free cash flow*, dan profitabilitas. Sampel yang diuji peneliti adalah sebanyak 8 perusahaan dengan 32 kali observasi. Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini adalah bahwa kebijakan dividen dipengaruhi signifikan oleh variabel kepemilikan manajerial dan *free cash flow* dan dipengaruhi tidak signifikan oleh variabel kepemilikan institusional dan profitabilitas.

Amanda Wongso (2013) menguji nilai perusahaan yang dipengaruhi oleh kebijakan dividen, struktur kepemilikan, dan kebijakan hutang. Objek penelitian ini adalah emiten yang *listing* dalam indeks LQ45 tahun 2009 hingga 2011. Hasil temuannya adalah bahwa hanya kebijakan dividen yang memengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan struktur kepemilikan dan kebijakan hutang tidak memengaruhi nilai perusahaan.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No.	Nama, Tahun, Judul Penelitian	Variabel dan Indikator/Fokus Penelitian	Metode/Analisis Data	Hasil Penelitian	Persamaan/Perbedaan
1.	Dewasiri, et al. 2019. <i>Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market.</i>	Fokus Penelitian: Faktor-Faktor Determinan Kebijakan Dividen	<i>Model Regresi Binary Logistic dan Regresi Panel Fixed Effect</i>	Faktor-faktor yang menjadi determinan kebijakan dividen adalah keputusan dividen yang lalu, laba, kesempatan investasi, profitabilitas, aliran kas bebas, <i>corporate governance</i> , kepemilikan perusahaan, ukuran perusahaan, dan industri.	Persamaan: menghasilkan temuan bahwa faktor yang memengaruhi kebijakan dividen adalah <i>free cash flow</i> dan <i>investment opportunity set</i> . Perbedaan: Penelitian ini menggunakan basis analisis faktor.
2.	Suartawan dan Yasa. 2016. Pengaruh	Variabel Independen:	Analisis Path	a) <i>investment opportunity set</i> dan <i>free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap	Persamaan: Penelitian ini meneliti <i>Free cash flow</i> dan <i>Investment opportunity set</i>

	<p><i>Investment opportunity set</i> Dan <i>Free cash flow</i> Pada Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan</p>	<p><i>Investment opportunity set</i> dan <i>Free cash flow</i></p> <p>Variabel Intervening: Kebijakan Dividen</p> <p>Variabel Dependen: Nilai Perusahaan</p>		<p>kebijakan dividen dan nilai perusahaan, b) <i>investment opportunity set</i> berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen, dan sebaliknya c) <i>free cash flow</i> juga menguji pengaruh intervensi kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.</p> <p>terhadap Kebijakan Dividen dengan sampel perusahaan manufaktur.</p> <p>Perbedaan: Penelitian ini menggunakan basis intervensi, sehingga penelitian ini tidak berpengaruh pada nilai perusahaan melalui kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.</p>
3.	<p>Devi, Novia Sandra. 2019. Pengaruh</p>	<p>Variabel Independen:</p>	<p>Analisis Regresi Berganda</p>	<p><i>Investment opportunity set</i> dan <i>free cash flow</i> berpengaruh terhadap</p> <p>Persamaan: Penelitian ini meneliti pengaruh variabel <i>free cash flow</i> dan</p>

	<p><i>Investment opportunity set, Free cash flow, Kebijakan Hutang, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Periode 2014-2017.</i></p>	<p><i>Investment opportunity set, Free cash flow, Kebijakan Hutang, dan Pertumbuhan Perusahaan</i></p> <p>Variabel Dependen: Kebijakan Dividen</p>		<p>kebijakan dividen. Sedangkan <i>investment opportunity set</i> terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen.</p> <p>pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen di perusahaan industri manufaktur.</p> <p>Perbedaan: Penelitian ini menguji dua variabel lain: kebijakan hutang dan pertumbuhan perusahaan.</p>
4.	<p>Iryuliawati. 2013. Pengaruh <i>Free cash flow</i> Terhadap <i>Dividend Policy</i></p>	<p>Variabel Independen:</p>	<p>Analisis Regresi Berganda.</p>	<p>a) <i>free cash flow</i>, pertumbuhan aset, dan ukuran perusahaan berpengaruh tidak</p> <p>Persamaan:</p>

	Pada Perusahaan LQ45 di Indonesia. Skripsi.	<i>Free cash flow</i> , Pertumbuhan Aset, Ukuran Perusahaan, dan <i>Return On Asset</i> (ROA) Variabel Dependen: Kebijakan Dividen		signifikan terhadap kebijakan dividen, dan; b) ROA dalam penelitian ini yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen.	Penelitian ini menguji pengaruh <i>Free cash flow</i> terhadap kebijakan dividen. Perbedaan: Penelitian ini menguji tiga variabel lain: Asset Growth, ROA, dan Size. Penelitian ini juga mengambil 13 sampel dari indeks emiten saham di LQ45.
5.	Andriyanti, Lina dan Wirakusuma, Made Gede. 2014. <i>Good Corporate Governance</i> Memoderasi	Variabel Independen: Profitabilitas, <i>Leverage</i> , dan <i>Free cash flow</i>	<i>Moderated Regression Analysis</i> (MRA)	Profitabilitas, <i>leverage</i> , dan arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan GCG tidak dapat memoderasi ketiga	Persamaan: Penelitian ini menguji hubungan arus kas bebas terhadap kebijakan dividen.

	Profitabilitas, <i>Leverage</i> , Arus Kas Bebas Dengan Kebijakan Dividen.	Variabel Moderasi: Good Corporate Governance Variabel Dependen: Kebijakan Dividen		variabel tersebut terhadap kebijakan dividen.	Perbedaan: Penelitian ini juga menguji profitabilitas dan <i>leverage</i> . Kemudian peneliti juga menguji moderasi dari variabel <i>Good Corporate Governance</i> .
6.	Mawarni dan Ratnadi. 2014. Pengaruh Kesempatan Investasi, <i>Leverage</i> dan Likuiditas Pada	Variabel Independen: Kesempatan Investasi, <i>Leverage</i> , dan Likuiditas.	Analisis Regresi Berganda	Kesempatan investasi dan <i>leverage</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, sedangkan likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.	Persamaan: Penelitian ini menguji <i>Investment opportunity set</i> terhadap Kebijakan Dividen dengan sektor yang sama, yaitu manufaktur.

	Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI.	Variabel Dependen: Kebijakan Dividen		Perbedaan: Peneliti juga meneliti <i>leverage</i> dan likuiditas dengan tahun pengamatan 2010-2012.
--	--	--------------------------------------	--	--



7.	<p>Pradana dan Sanjaya. 2017. Pradana, Salvatore Wika Lingga dan I Putu Sugiarta Sanjaya. 2014. Pengaruh Profitabilitas, <i>Free cash flow</i>, dan <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di BEI.</p>	<p>Variabel Independen: Profitabilitas, <i>free cash flow</i>, dan <i>investment opportunity set</i>.</p> <p>Variabel kontrol: Ukuran perusahaan.</p> <p>Variabel dependen: Pembayaran Dividen</p>	<p>Analisis Regresi Berganda</p>	<p>Penelitian ini mengemukakan temuan-temuan berikut: profitabilitas memengaruhi secara positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen, <i>free cash flow</i> dan <i>investment opportunity</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen, dan ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.</p>	<p>Persamaan: Penelitian ini menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen. Variabel uji yang diamati adalah: <i>Free cash flow</i> dan Kesempatan Investasi.</p> <p>Perbedaan: Penelitian ini menggunakan basis analisis faktor. Selain menguji dua variabel yang sama, penelitian ini juga meneliti pengaruh profitabilitas dan ukuran perusahaan.</p>
----	---	--	----------------------------------	--	--

8.	<p>Farisah, Nur. 2015. Pengaruh <i>Investment Opportunity Set</i>, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Dan Debt Equity Ratio terhadap Dividend Payour Ratio Pada Perusahaan Sektor Real Estate dan Property Yang Terdaftar Di BEI.</p>	<p>Variabel Independen: <i>investment opportunity set</i>, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan Debt to Equity Ratio (DER)</p> <p>Variabel dependen: Dividend Payout Ratio</p>	<p>Analisis Regresi Berganda</p>	<p>Temuan peneliti adalah bahwa ukuran perusahaan dan profitabilitas berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Sebaliknya, <i>investment opportunity set</i> dan <i>debt to equity ratio</i> tidak berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Adapun uji secara simultan, keseluruhan variabel berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen.</p> <p>Persamaan: Penelitian ini menguji <i>Investment opportunity set</i> terhadap kebijakan dividen.</p> <p>Perbedaan: Penelitian ini juga mengukur pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, dan <i>Debt Equity Ratio</i> terhadap kebijakan dividen. Selain itu, objek pengamatannya adalah perusahaan <i>real estate</i> dan <i>property</i> yang listing periode 2009-2011.</p>
----	--	--	----------------------------------	---

9.	<p>Tarwiyah, Lailatut. 2018. Pengaruh <i>Investment opportunity set</i>, <i>Leverage</i>, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016). Skripsi.</p>	<p>Variabel Independen: <i>investment opportunity set</i>, profitabilitas, likuiditas, dan <i>leverage</i>.</p> <p>Variabel dependen: Kebijakan Dividen.</p>	<p>Analisis Regresi Berganda.</p>	<p>Kesempatan investasi, <i>leverage</i>, dan likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap dividen, sedangkan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.</p>	<p>Persamaan: Penelitian ini menguji <i>Investment opportunity set</i> terhadap kebijakan dividen.</p> <p>Perbedaan: Peneliti juga menguji pengaruh <i>leverage</i>, profitabilitas, dan likuiditas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan subsektor barang konsumsi periode 2014-2016.</p>
----	---	--	-----------------------------------	---	---

10.	Anam, Budi Safatul, Arfan, Muhammad, dan Shabri, M. 2016. Pengaruh Profitabilitas dan Set Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia.	Variabel Independen: Profitabilitas dan <i>investment opportunity set</i> . Variabel dependen: Kebijakan Dividen.	Analisis Regresi Berganda	Peneliti mengemukakan hasilnya sebagai berikut: a) profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai, b) <i>investment opportunity set</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai, dan c) profitabilitas dan <i>investment opportunity set</i> secara simultan berpengaruh meski sangat lemah terhadap kebijakan dividen tunai.	Persamaan: Penelitian ini menguji pengaruh <i>Investment opportunity set</i> terhadap kebijakan dividen dengan sampel perusahaan manufaktur. Perbedaan: Penelitian ini juga menguji profitabilitas. Penelitian ini meneliti pada periode 2007 hingga 2011. Peneliti juga menggunakan analisis jalur (<i>path analysis</i>).
-----	--	--	---------------------------	---	--

11.	<p>Sumanti, Jorenza Chiquita dan Marjam Mangantar. 2015. Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI.</p>	<p>Variabel Independen: Kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, dan profitabilitas.</p> <p>Variabel intervening: Kebijakan dividen</p> <p>Variabel dependen: nilai perusahaan.</p>	<p>Analisis Jalur (<i>Path Analysis</i>)</p>	<p>Peneliti menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan kebijakan hutang dan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Adapun terhadap variabel nilai perusahaan, variabel yang berpengaruh hanya profitabilitas, selainnya tidak berpengaruh.</p> <p>Persamaan: Penelitian ini menguji pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen. Peneliti juga menggunakan industri manufaktur sebagai objek penelitian.</p> <p>Perbedaan: Penelitian ini menjadikan kepemilikan manajerial sebagai variabel independen. Kemudian peneliti juga menguji variabel kebijakan hutang dan profitabilitas.</p>
-----	--	--	--	--

12.	Sumartha, Evy. 2016. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur.	<p>Variabel Independen:</p> <p>Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.</p> <p>Variabel moderasi:</p> <p>Konsentrasi kepemilikan.</p> <p>Variabel dependen:</p> <p>Kebijakan dividen.</p>	<p><i>Moderating Regression Analysis (MRA)</i></p>	<p>Hasilnya, kepemilikan manajerial dan institusional secara parsial dapat memengaruhi kebijakan dividen secara signifikan dan positif. Dan konsentrasi kepemilikan mampu memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial dan institusional terhadap kebijakan dividen.</p>	<p>Persamaan:</p> <p>Penelitian ini menguji kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini juga menggunakan <i>Moderated Regression Analysis (MRA)</i>.</p> <p>Perbedaan:</p> <p>Penelitian ini juga menguji konsentrasi kepemilikan sebagai variabel pemoderasi.</p>
-----	---	--	--	---	--

13.	Jayanti, Ida Setya Dwi dan Ayu Febriyanti Puspitasari. 2017. Struktur Kepemilikan Dan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia.	<p>Variabel Independen: Ownership Structure.</p> <p>Variabel kontrol: <i>Free cash flow</i>.</p> <p>Variabel dependen: Kebijakan dividen.</p>	Analisis Regresi Berganda	<p>Peneliti menemukan hasil bahwa: kepemilikan manajerial, konsentrasi kepemilikan, dan <i>free cash flow</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan kepemilikan institusional dan <i>free cash flow</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.</p>	<p>Persamaan: Penelitian ini menguji kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dengan objek perusahaan sektor manufaktur.</p> <p>Perbedaan: Penelitian ini juga menguji variabel kepemilikan asing, konsentrasi kepemilikan, dan <i>free cash flow</i> sebagai variabel kontrol.</p>
-----	--	---	---------------------------	--	--

14.	Yudiana, I Gede Yoga dan I Ketut Yadnyana. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, <i>Leverage</i> , <i>Investment opportunity set</i> Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur.	Variabel Independen: Kepemilikan manajerial, <i>leverage</i> , kesempatan investasi, dan profitabilitas. Variabel dependen: Dividend Payout Ratio (DPR)	Analisis Regresi Berganda.	Peneliti menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap DPR, <i>leverage</i> dan kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, dan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan pada kebijakan dividen.	Persamaan: Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan manajerial dan <i>investment opportunity set</i> terhadap kebijakan dividen dengan objek perusahaan industri manufaktur. Perbedaan: Penelitian ini juga meneliti <i>leverage</i> dan profitabilitas.
15.	Alamsyah, Agus Rahman dan Zainul Muchlas. 2018. Pengaruh Struktur	Variabel Independen:	Analisis Regresi Berganda	Hasil penelitian adalah ownership structure berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan	Persamaan:

	<p>Kepemilikan, Struktur Modal, Dan IOS Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di BEI.</p>	<p>ownership structure, leverage, set investment opportunity</p> <p>Variabel Intervening: Kebijakan Dividen</p> <p>Variabel dependen: Nilai Perusahaan.</p>		<p>dividen, <i>leverage</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan; ownership structure berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen, atau dividen mengintervensi pengaruh kepemilikan terhadap nilai perusahaan. <i>Leverage</i> berpengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, dan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.</p>	<p>Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.</p> <p>Perbedaan: Penelitian ini menguji kebijakan dividen sebagai variabel intervening terhadap nilai perusahaan. Selain itu, peneliti juga menguji pengaruh <i>leverage</i> terhadap kebijakan dividen.</p>
--	--	---	--	---	---

16.	Abdelsalam, Omneya, Ahmed El-Masry, and Sabri Elsegini. 2008. Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies In An Emerging Market: Further Evidence From CASE 50.	Variabel Independen: Board composition dan struktur kepemilikan. Variabel dependen: Kebijakan dividen.	Analisis Regresi Berganda	Peneliti menemukan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan dan kebijakan dividen.	Persamaan: Peneliti menguji kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Perbedaan: Peneliti juga meneliti kinerja perusahaan.
17.	Kurniawati, Lita, Sahala Manulu, Rony Joyo Negoro Octavianus. 2015. Pengaruh	Variabel Independen: Kepemilikan institusional.	Analisis Regresi Sederhana.	Hasilnya, kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen dan harga saham.	Persamaan: Peneliti meneliti hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen.

	<p>Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen dan Harga Saham.</p>	<p>Variabel dependen: Kebijakan dividen dan harga saham</p>		<p>Perbedaan: Penelitian ini juga menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap harga saham.</p>
18.	<p>Cahyani dan Krisnati Adi. 2014. Analisis Perbedaan Dividen Pada Perusahaan Keluarga dan Non Keluarga Berdasarkan Kepemilikan Ultimat,</p>	<p>Fokus Penelitian: Uji Beda Antara Perusahaan Berbasis Keluarga dan Perusahaan Berbasis Non Keluarga.</p>	<p>Uji Beda Rata- Rata</p>	<p>Hasilnya terdapat perbedaan antara perusahaan berbasis keluarga dan non-keluarga. Perusahaan berbasis keluarga membayarkan dividennya lebih rendah daripada perusahaan non keluarga.</p> <p>Persamaan: Penelitian ini menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel ujinya.</p> <p>Perbedaan: Penelitian ini menggunakan analisis uji beda rata-rata antara perusahaan keluarga dan non-keluarga.</p>

19.	<p>Sutanto, Johan, Deddy Marciano, dan Endang Ernawati. 2017. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Sektor Industri Property, Real Estate, Dan Konstruksi Bangunan Yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2015.</p>	<p>Variabel Independen: kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, <i>free cash flow</i>, utang, pertumbuhan, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan volatilitas.</p> <p>Variabel dependen: Kebijakan dividen.</p>	<p>Analisis Regresi Berganda.</p>	<p>Hasil penelitian menunjukkan signifikansi pengaruh positif dari variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, dan volatilitas terhadap kebijakan dividen. Variabel pertumbuhan dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif, sedangkan kepemilikan manajerial, utang, dan <i>free cash flow</i> tidak berpengaruh secara signifikan.</p>	<p>Persamaan: Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.</p> <p>Perbedaan: Sampel pada penelitian ini adalah perusahaan industri <i>property, real estate</i>, dan <i>konstruksi bangunan</i> pada periode 2011-2015.</p>
-----	---	--	-----------------------------------	--	--

20.	Muzammil Hussain dan Muhammad Usman. 2013. <i>Investment Opportunities and Dividend Yield (Evidence from KSE)</i> .	Variabel Independen: Kesempatan Investasi, <i>Leverage</i> , dan Firm Size. Variabel Dependen: Kebijakan Dividen.	Analisis Regresi OLS.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa Hasil analisis menunjukkan bahwa kesempatan investasi berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap kebijakan dividen, ukuran perusahaan (<i>firm size</i>) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan <i>leverage</i> berpengaruh secara tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.	Persamaan: Penelitian ini menguji pengaruh <i>investment opportunity set</i> terhadap kebijakan dividen. Perbedaan: Penelitian ini juga meneliti <i>leverage</i> dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen di indeks KSE (<i>Karachi Stock Exchange</i>).
21.	Desy Natalia. 2013. <i>Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan</i>	Variabel Dependen:	Analisis Regresi Berganda.	Hasil penelitian memaparkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan	Persamaan: Penelitian ini menguji <i>investment opportunity set</i> terhadap kebijakan

	Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI.	Profitabilitas dan Kesempatan Investasi. Variabel Independen: Kebijakan Dividen.		dividen. Dan sebaliknya, kesempatan investasi berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen meski tidak signifikan.	dividen dengan perusahaan manufaktur sebagai objeknya. Perbedaannya: Penelitian ini juga menguji profitabilitas terhadap kebijakan dividen.
22.	Muhammad Ridho. 2014. <i>Pengaruh Struktur Kepemilikan, Investment Opportunity Set (IOS) Dan Rasio Keuangan</i>	Variabel Dependen: kebijakan dividen Variabel independen: kepemilikan	Analisis Regresi Berganda	Temuan penelitian ini adalah variabel kepemilikan manajerial sangat memengaruhi besar kecilnya <i>dividend payout ratio</i> (DPR). Dengan demikian, semakin besar tingkat kepemilikan manajerial, maka besar kemungkinan perusahaan	Persamaan: Variabel independen berupa kebijakan dividen dan variabel dependen berupa investment opportunity set, kepemilikan manajerial dan institusional. Perbedaan:

	<i>Terhadap Kebijakan Deviden</i>	manajerial, institusional, investment opportunity set (IOS), return on asset (ROA), dan debt to equity ratio (DER)		akan membagikan dividendnya.	Variabel independen yang lainnya juga turut diujiakan, antara lain: return on asset (ROA), dan debt to equity ratio (DER).
23.	Ni Komang Ayu Purnama Sari dan I Gusti Ayu Nyoman Budiasih. 2016. <i>Pengaruh Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan</i>	Variabel dependen: kebijakan dividen.	Analisis Regresi Berganda	Hasil penelitian ini adalah bahwa variabel kepemilikan manajerial dan free cash flow berpengaruh signifikan terhadap dividend payout ratio. Sedangkan variabel kepemilikan institusional dan profitabilitas tidak	Persamaan: Kesamaan variabel kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, institusional, dan free cash flow dengan sektor manufaktur sebagai objek penelitian. Perbedaan:

	<i>Institusional, Free Cash Flow Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen</i>	Variabel independen: kepemilikan manajerial, institusional, free cash flow, dan profitabilitas		berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.	Penambahan variabel independen berupa profitabilitas.
24.	Amanda Wongso. 2013. <i>Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Kepemilikan, Dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Dalam Perspektif Teori</i>	Variabel Dependen: Nilai Perusahaan. Variabel Independen: kebijakan dividen, struktur kepemilikan,	Analisis regresi berganda.	Hasil temuannya adalah bahwa hanya kebijakan dividen yang mmengaruhi nilai perusahaan. Sedangkan struktur kepemilikan dan kebijakan hutang tidak memengaruhi nilai perusahaan.	Persamaan: Variabel uji berupa kebijakan dividen dan struktur kepemilikan. Perbedaan: Variabel kebijakan dividen merupakan variabel independen dan

<i>Agensi Dan Teori Signaling</i>	dan kebijakan hutang			nilai perusahaan merupakan variabel dependen.
-----------------------------------	----------------------	--	--	---

Sumber: Data Diolah (2020)



2.2. Kajian Teori

2.2.1. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang diambil oleh manajer untuk menentukan besaran laba bersih yang didistribusikan kepada para *shareholder* atau investor dan sekaligus menentukan laba ditahan (*retained earning*) untuk dialokasikan sebagai dana investasi. (Mardiyanto, 2009:4) Martono dan Harjito (2010) mengemukakan bahwa kebijakan dividen lebih kepada keputusan untuk mendistribusikan laba bersih sebagai dividen atau menahannya untuk dialokasikan sebagai dana investasi. Sedangkan Sartono (2010) mendefinisikan kebijakan dividen sebagai ketersediaan atas kesempatan investasi, alternatif pembiayaan terhadap modal, dan kecenderungan investor untuk menerima pendapatan sekarang atau tidak.

Perusahaan tentu membagikan dividen dalam bentuk dan jenis yang berbeda-beda. Yuliafitri (2011:19) memaparkan bahwa ada beberapa jenis dividen yang dapat dibagikan perusahaan:

- Dividen tunai, dividen yang dibagikan dalam bentuk tunai (kas).
- Dividen non-tunai, dividen yang dibagikan dalam bentuk non-tunai (kas). Untuk mengganti bentuk dari tunai (kas), perusahaan biasanya menggunakan surat-surat berharga perusahaan untuk dibagikan kepada masing-masing pemegang saham.
- Dividen utang, dividen dengan bentuk utang wesel. Dividen utang terjadi jika saldo kas yang akan didistribusikan tidak mencukupi, sedangkan saldo laba ditahan cukup untuk didistribusikan.
- Dividen likuidasi, dividen dengan bentuk sebagian pengembalian modal. Pemegang saham biasanya kerap diinformasikan mengenai besaran jumlah pembagian laba dan pengembalian modal.
- Dividen saham, dividen yang dibagikan dalam bentuk tambahan saham.

Kebijakan dividen perusahaan berbeda-beda sesuai dengan kondisinya. Menurut Awat (dalam Puspitasari, 2014:14), ada empat macam-macam bentuk kebijakan dividen:

- kebijakan dividen yang stabil, kebijakan ini cenderung menjaga kestabilan kuantitas atau besaran dividen yang dikeluarkan tiap tahun. Perusahaan yang menerapkan kebijakan ini cenderung menjaga kesan bagi para pemegang saham di perusahaannya. Hal ini tentu juga mengirim sinyal positif bahwa pertumbuhan kinerja perusahaan juga stabil tiap tahunnya.
- kebijakan dividen yang konstan atau tetap, kebijakan ini dapat dilihat dari konstannya rasio antara dividen dan laba ditahan dari tahun ke tahun.
- kebijakan kompromi, kebijakan ini menjaga stabilitas dividen per lembar saham tiap tahunnya dan konstannya *dividen payout ratio* yang ditambah dengan presentase laba bersih pada tahun tertentu.
- Kebijakan dividen residual, kebijakan perusahaan untuk membagikan dividen hanya ketika mendapatkan laba bersih yang tinggi dan cenderung tidak mengeluarkan kebijakan dividen di saat menghadapi kondisi yang tidak stabil.

Selanjutnya, dalam menentukan besaran dividen yang akan didistribusikan, para pakar juga masih berbeda pendapat mengenai besaran yang selayaknya dibagikan perusahaan (Halim, 2005:92-94):

- Pembayaran dividen dengan besaran yang paling maksimum. Pendapat ini didasarkan pada linieritas tingginya harga saham dan besaran dividen suatu perusahaan. Dengan kata lain, dividen yang tinggi tentu akan menambah prospek tingkat keuntungan perusahaan melalui tingginya harga saham.
- Pembayaran dividen dengan besaran paling minimum. Pendapat ini didasarkan pada fakta adanya biaya mengambang dan tarif pajak dividen yang lebih tinggi dibandingkan tarif pajak *capital gain*.

Dengan seperti itu, perusahaan cenderung dapat menjaga stabilitas pembayaran dividen di tahun berikutnya.

- Pembayaran dividen dilakukan setelah semua kesempatan investasi dapat didanai. Dengan kata lain, perusahaan lebih baik untuk menahan labanya dengan bentuk investasi jika opsi kesempatan investasi lebih baik untuk menghasilkan return yang lebih tinggi.

Dewasiri (2019) mengemukakan bahwa setidaknya ada beberapa faktor yang memengaruhi kebijakan dividen. Faktor-faktor tersebut antara lain:

- Kebijakan dividen di tahun sebelumnya. Kebijakan dividen di tahun sebelumnya tentu menjadi dasar kebijakan paling dominan bagi perusahaan untuk menentukan kebijakan di tahun setelahnya (Lintner dalam Dewasiri, 2019:4).
- Laba perusahaan. Hubungan antara laba perusahaan dan kebijakan dividen dapat dijelaskan melalui teori signaling yang akan dibahas pada sub bab setelahnya. Melalui teori tersebut, perusahaan yang mengeluarkan kebijakan dividen pada tahun tertentu dinilai dapat menggambarkan jumlah laba yang didapat (Lintner dalam Dewasiri, 2019:5).
- Set kesempatan investasi. Melalui set kesempatan investasi, perusahaan yang cenderung membagikan dividen terlalu meminimalkan jumlah set kesempatan investasinya (Al-Najjar dalam Dewasiri, 2019:6). Begitu sebaliknya, jika perusahaan tidak mengeluarkan kebijakan dividen pada tahun tertentu, maka perusahaan cenderung memaksimalkan set kesempatan investasinya.
- Profitabilitas. Tingkat keuntungan perusahaan melalui teori signaling dapat terlihat melalui besaran kebijakan dividen (Yarram dan Dollery dalam Dewasiri, 2019:6). Artinya, semakin besar tingkat kebijakan dividennya, maka semakin besar tingkat profitabilitasnya. Begitu pula sebaliknya, jika tingkat kebijakan

dividen yang dikeluarkan perusahaan kecil, maka tingkat profitabilitas perusahaan juga kecil.

- Free cash flow. Besaran free cash flow mencerminkan besaran kebijakan dividen yang diambil perusahaan. Semakin tinggi free cash flow perusahaan, perusahaan juga cenderung akan membagikannya dalam bentuk dividen (Kadioglu dan Yilmaz dalam Dewasiri, 2019:7).
- Corporate governance. Good corporate governance perusahaan juga dapat memengaruhi tingkat kebijakan dividen perusahaan. Hal ini tercermin melalui penjelasan teori agensi (Donaldson dalam Dewasiri, 2019:6). Dengan teori tersebut, perusahaan yang memiliki corporate governance yang baik, cenderung akan membagikan dividennya dengan meminimalisir konflik agensi yang muncul di antara pihak pemegang saham dan manajer.
- Kepemilikan perusahaan. Status kepemilikan perusahaan, baik yang berbasis keluarga, institusional, atau pribadi dinilai mampu memengaruhi kebijakan dividen yang diambil perusahaan (Shleifer dan Vishny dalam Dewasiri, 2019:6).
- Ukuran perusahaan. Melalui teori agensi, semakin besar perusahaan maka semakin besar daya reduksi terhadap kemampuan untuk mengatur aktivitas keuangan perusahaannya. Contohnya adalah dengan tingginya tingkat asimetri dan tingkat biaya agensi. Oleh karenanya, ukuran perusahaan (Dewasiri, 2019:7) mampu memengaruhi kebijakan dividen.

Sudana (2011:27) menautkan kebijakan dividen dengan besaran *Dividen Payout Ratio* (DPR), yaitu besaran rasio laba bersih per lembar saham yang dibandingkan dengan laba per lembar saham. Secara matematis, formula untuk menghitung rasio DPR adalah:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham (DPS)}}{\text{Laba Per Lembar Saham (EPS)}}$$

Kebijakan dividen dalam terminologi fiqh Islam sering disebut sebagai nisbah atau bagi hasil yang masuk dalam sub bahasan *musyarakah*. Dalam bahasan tersebut, *musyarakah* secara syari'ah harus dilandaskan pada prinsip at-ta'awun (saling tolong menolong). Hal ini sebagaimana terulas dalam firman Allah Swt. surah al-Ma'idah ayat 2:

.... وَتَعَاوَنُوا عَلَى الْبِرِّ وَالتَّقْوَىٰ وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ وَالْعُدْوَانِ وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ ۝

“Dan tolong-menolonglah kamu dalam (mengerjakan) kebajikan dan takwa, dan jangan tolong-menolong dalam berbuat dosa dan pelanggaran. Dan bertakwalah kamu kepada Allah, sesungguhnya Allah amat berat siksa-Nya.” (QS. Al-Maidah [5]:2)

Adapun mengenai penetapan besaran nisbah sendiri tidak ditentukan di awal kontrak, melainkan ketika perusahaan telah memperoleh keuntungan secara riil. Selain keuntungan, para investor juga dihadapkan pada risiko kerugian yang secara bersama juga ditanggung oleh emiten. Rasulullah SAW bersabda secara eksplisit mengenai *musyarakah*:

عَنْ أَبِي هُرَيْرَةَ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ قَالَ: قَالَ رَسُولُ اللَّهِ ﷺ إِنَّ اللَّهَ جَلَّ يَقُولُ أَنَا ثَالِثُ الشَّرِيكَيْنِ مَا لَمْ يَخُنْ أَحَدُهُمَا صَاحِبَهُ فَإِذَا خَانَ حَرَجْتُ مِنْ بَيْنِهِمَا. (رواه أبو داود والحاكم)

Dari Abu Hurairah RA. Rasulullah ﷺ bersabda: Sesungguhnya Allah ﷻ berfirman “Aku adalah pihak ketiga dari dua orang yang bersekutu selama salah satu tidak ada yang mengkhianati pihak yang lain. Jika salah satu pihak telah berkhianat, Aku keluar dari mereka” (HR Abu Daud dan Hakim).

Hadits di atas secara eksplisit menjelaskan bahwa Islam secara terang-terangan sangat mendukung praktek mengenai *musyarakah* (*nisbah*). Hadits tersebut juga diperkuat oleh hadits yang diriwayatkan dari Abu Hurairah ra. yang berarti (Diana, 2007:153):

Dari Abu Hurairah RA. telah datang seseorang pada Rasulullah ﷺ bermaksud untuk berperang maka Rasulullah ﷺ bersabda:

“biarkanlah dia, karena sesungguhnya ia mempunyai hak dan pendapat.” Kemudian Rasulullah ﷺ bersabda: “Berikanlah unta yang sesuai miliknya.” Sahabat berkata: “kecuali lebih baik dari unta miliknya”. Lantas Rasulullah ﷺ menjawab: “berikanlah padanya, karena sesungguhnya sebaik-baik kamu adalah yang paling baik dalam memberi pembayaran.” (HR. Bukhari).

Sedangkan apabila menyoal tentang distribusi laba bersih kepada pihak *shareholder*, maka al-Qur`an secara implisit telah mengungkapkannya dalam surah al-An`am ayat 141:

... وَأَتُوا حَقَّهُ يَوْمَ حَصَادِهِ ... ١٤١

“Dan tunaikanlah haknya di hari memetik hasilnya” (QS. Al-An`am [6]:141)

Ibn Arabi (2003:245) dalam tafsir Ahkam al-Qur`an memerinci pendapat ulama` mengenai ayat di atas. Setidaknya ada tiga pendapat tafsir ulama` mengenai ayat tersebut: a) ayat tersebut membahas tentang sedekah yang diwajibkan, b) ayat tersebut menyoal tentang pemberian bagi hasil pada waktu panen dan tuai, dan c) ayat tersebut telah tergantikan hukumnya (*mansukh*) dengan zakat. Berdasarkan tafsir tersebut, maka ayat ini dapat dijadikan sebagai bahan referensi dalam ihwal hukum syari`ah seputar pembagian laba bersih perusahaan dalam bentuk dividen.

2.2.2. Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Signalling Theory adalah salah satu teori yang membahas tentang kebijakan dividen. Awalnya, teori sinyal memiliki asumsi dasar bahwa perusahaan yang baik tentu menggunakan informasi mengenai performa keuangannya guna mengirimkan sinyal ke pasar, dalam hal ini terutama pada pasar sekunder (Spence dalam Jafar, 2014:13). Bhattacharya (dalam Dewasiri, 2019) mengemukakan melalui teori ini bahwa kenaikan dividen yang mencerminkan profitabilitas perusahaan dapat mengirimkan sinyal positif kepada para investor. Kajian teori signal muncul akibat asimetri informasi

antara pihak shareholders (pemegang saham) dan manajer perusahaan (Halim, 2013). Asimetri informasi sendiri adalah ketidakseimbangan informasi yang diakibatkan oleh informasi yang tidak terdistribusi secara merata kepada para *stakeholder* perusahaan. Informasi tersebut seringkali banyak dimiliki oleh pihak manajer perusahaan dibandingkan para pemegang saham (investor). Menurut Wongso (2013:3), dampak dari adanya asimetri informasi ini adalah perubahan kebijakan perusahaan yang seringkali tidak diketahui oleh para pemegang saham. Dengan demikian, perubahan kebijakan tersebut tentu akan mengirim sinyal kepada pihak pemegang saham.

Berkenaan dengan kebijakan dividen sendiri, asimetri informasi antara pihak manajemen dan investor mengindikasikan secara kuat bahwa pembayaran dividen mengirimkan sinyal kuat terhadap informasi kondisi perusahaan pada saat sekarang dan di masa mendatang (Sjahrial, 2007:311). Informasi tersebut terlebih dahulu ditangkap oleh investor, baik berupa sinyal yang baik (*good news*) atau sinyal yang buruk (*bad news*). Jika tingkat free cash flow tinggi tentu akan mengirim sinyal kepada para investor bahwa kondisi perusahaan juga baik dan tentunya kemungkinan besar akan dibagikan dividen. Sebaliknya, jika tingkat free cash flow turun, maka kemungkinan besar perusahaan mengalami kondisi yang buruk dan kemungkinan kecil akan membagikan dividennya (Listiana, 2011:30). Selaras dengan pernyataan tersebut, maka dapat dikerucutkan bahwa kondisi perusahaan yang baik di masa mendatang dapat diamati melalui kenaikan pembayaran dividen. Begitu pula sebaliknya, jika pembayaran dividen mengalami penurunan, maka perusahaan sedang mengalami masalah di saat ini dan masa mendatang. Perusahaan dalam hal ini juga tentu memiliki estimasi *return* yang diterima di masa mendatang setelah

mempertimbangkan kebijakan dividen perusahaan (Fajaria, 2015:23).

2.2.3. Teori Agensi (*Agency Theory*)

Teori Agensi mendasarkan konsepnya pada relasi antara para pemegang saham sebagai pihak *principal* dan pihak manajemen sebagai *agent*. Dalam konsepsi teori ini, pihak manajemen memiliki sebuah tanggung jawab untuk mengelola perusahaan dengan mendasarkan pada kepentingan para pemegang saham (Siagian, 2011:10). Pengelolaan modal menjadi kunci bagi pihak manajemen dalam meminimalisir konflik antar dua pihak tersebut, yaitu antara pemegang saham dan manajer. Konsepsi teori ini juga memberikan erat relasinya dengan teori *trade-off* (*trade-off theory*) yang memberikan gambaran bahwa biaya kebangkrutan dan biaya keagenan (*agency cost*) dapat meminimalisir pajak yang dikeluarkan perusahaan (Prasteyo, 2013:11).

Prasteyo (2013:11) juga memberikan sebuah keterangan bahwa konsep *free cash flow* juga masih tergolong dalam strategi untuk meminimalisir konflik agensi. Implikasi positifnya dari minimalisasi konflik agensi tersebut adalah membaiknya kinerja perusahaan. Namun di sisi lain, arus kas bebas yang tidak dialokasikan pada aktivitas perusahaan yang *profitable* (menguntungkan) justru dapat meningkatkan konflik agensi. Konflik tersebut timbul akibat keinginan investor yang mengharapkan return yang tinggi yang linier dengan tingginya resiko yang didapatkan. Sedangkan pihak manajer lebih memilih resiko yang lebih rendah dengan tetap mengendalikan stabilitas kinerja perusahaan (Wirahadi dan Septriani, 2008:48). Perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak diperparah jika pihak manajer tidak memiliki mayoritas saham di perusahaan tersebut. Dengan kata lain, manajer tidak dapat menikmati hasil kerjanya secara maksimal.

Menurut Jensen dan Meckling (dalam Wirahadi dan Septriani, 2008:49), konflik keagenan akan muncul dengan adanya perbedaan kepentingan -seperti ulasan di atas- dan adanya asimetri informasi yang timbul antara pihak *principal* dan *agent*. Konsekuensi logis dari kondisi ini adalah munculnya biaya agensi (*cost agency*). Biaya agensi tersebut antara lain:

- *Monitoring Cost*, biaya yang muncul dan ditanggung sepenuhnya oleh pihak *principal* (pemegang saham) guna mengawasi dan mengontrol kebijakan manajer.
- *Bonding Cost*, biaya yang ditanggung oleh manajer guna menyesuaikan kebijakan dan mekanisme kerja yang ditetapkan sesuai dengan kepentingan *principal* (pemegang saham).
- *Residual Loss*, biaya yang timbul akibat perbedaan antara realisasi kebijakan yang dilakukan manajer dan kepentingan para pemegang saham.

Darmawati, dkk (2015) menyimpulkan bahwa substansi dari teori ini adalah pemisahan peran antara *principal* dan *agent*. Pemisahan ini membawa sebuah misi agar pengelolaan sebuah perusahaan dapat berjalan secara efektif dan efisien. Namun di sisi lain, terdapat beberapa masalah yang sering disebabkan oleh tingginya kepentingan para manajer dan cenderung mengakhiri kepentingan para pemegang saham. Akibatnya, beberapa problem dalam perusahaan dipicu keberadaannya sebab perbedaan kepentingan antara keduanya. Untuk meminimalisir konflik agensi tersebut, perusahaan cenderung mengeluarkan kebijakan dividen. Menurut Crutchley dan Hansen (dalam Wirahadi dan Septriani, 2008:51), kebijakan dividen dapat mengurangi biaya agensi (*agency cost*). Kebijakan dividen yang tercermin melalui DPR (*dividend payout ratio*) dapat menimbulkan implikasi positif berupa kecilnya rasio laba ditahan dan tentunya dapat menambah sumber pendanaan eksternal, yaitu dari penambahan emisi saham. Penambahan emisi

saham tersebut tentu menjadikan manajer lebih terawasi oleh beberapa pihak baru seperti bursa, komisi sekuritas, dan penyedia dana baru. Dengan demikian, kebijakan dividen yang mampu menstimulus pasar sekunder dengan penambahan emisi saham tentu dapat mengurangi konflik agensi yang terjadi.

2.2.4. *Free Cash Flow (Arus Kas Bebas)*

Arus kas secara sederhana terdiri dari dua komponen, yaitu arus kas masuk dan arus kas keluar. Arus kas yang telah dikurangi dari seluruh kebutuhan operasional, modal kerja, dan kebutuhan investasi jangka panjang dalam bentuk aset tetap dinamakan arus kas bebas (*free cash flow*). Arus kas bebas perusahaan sendiri biasanya didistribusikan kepada seluruh pemegang saham dan kreditur. Arus Kas bebas perusahaan adalah total arus kas bebas yang telah dikurangi pembiayaan peminjaman (Sasongko, 2012). Brigham (2010:109) mengatakan bahwa arus kas bebas adalah arus kas yang dialokasikan untuk investor (pemegang saham dan kreditur) setelah dikurangi biaya investasi aset tetap, modal kerja, dan inovasi produk baru. Sedangkan menurut Penman (dalam Surya, 2010) mendefinisikan arus kas bebas sebagai total arus kas operasi perusahaan yang telah dikurangi biaya re-investasi perusahaan pada aset lain. Kallapur (dalam Surya, 2010), arus kas didefinisikan sebagai arus kas yang didapatkan dari operasi perusahaan yang tidak digunakan untuk pendanaan proyek-proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif. Mariah *et. al.* (dalam Prasetio dan Suryono, 2016) mendefinisikan arus kas bebas sebagai aliran kas yang disediakan untuk para pemegang saham (investor) dalam bentuk dividen. Dividen yang didistribusikan kepada investor tersebut diterapkan setelah perusahaan menanamkan investasi pada aset tetap dan modal kerja yang dibutuhkan demi operasional perusahaan.

Arus kas bebas secara kuantitatif tidak dapat konstan secara kontinu. Namun, arus kas bebas tidak dapat tumbuh (konstan) jika aset tetap yang didepresiasi tergantung oleh akun lain dan terdapat beberapa produk inovasi perusahaan. Dengan fluktuasi arus kas bebas tersebut, maka pihak manajemen perusahaan tidak dapat menerapkan kebijakan semauanya sendiri. Mengingat, nilai perusahaan juga berdasarkan pada total arus kas bebas di masa mendatang (Meidatanto, 2016:24).

Menilik arus kas bebas, arus kas bebas merupakan satu hal lain dari arus kas bersih. Perbedaan antara keduanya dapat dilihat dari beberapa aspek, di antaranya (Meidatanto, 2016:24):

- Arus kas bebas menggambarkan jumlah dana yang didapatkan seluruh investor, sedangkan arus kas bersih hanya pada pemegang saham biasa.
- Arus kas bebas menggambar ketersediaan dana bagi seluruh investor dengan tanpa alokasi pendanaan terhadap investasi perusahaan. Oleh karenanya, investasi pada aset tetap dan modal kerja bersih dapat mengurangi besaran arus kas bebas, bukan arus kas bersih.

Perusahaan-perusahaan yang memiliki arus kas bebas cenderung mendapatkan tekanan dari pemegang saham untuk membagikan dividen. Besaran aliran kas bebas yang didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen menjadi sebuah indikator bahwa manajer menempatkan kepentingan pemegang saham sebagai sebuah prioritas. Penggunaan arus kas bebas tersebut juga harus tepat guna. Pasalnya, arus kas bebas yang tidak *profitable* (menguntungkan) dan cenderung melakukan *over-investment* (memilih opsi investasi berlebihan) juga dapat menyulut konflik agensi antara pemegang saham dan pihak manajemen perusahaan (Jensen dalam Wirahadi dan Septriani, 2008:48).

Arus kas bebas perusahaan dalam beberapa kondisi acapkali ditemukan sangat tinggi, namun tingkat *growth* (pertumbuhannya) rendah. Kondisi seperti ini sering kali memaksa pihak manajemen perusahaan untuk lebih memilih opsi investasi daripada pembagian dividen. Dengan seperti ini, konflik agensi acapkali muncul karena para pemegang saham menilai manajer lebih memperhatikan nilai perusahaan daripada tingkat kesejahteraan para pemegang saham. Dengan demikian, untuk meminimalisir konflik agensi, jumlah arus kas bebas tersebut biasanya didistribusikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen (Zaenal, 2005).

Mengenai manfaatnya sendiri, Brigham (dalam Surya, 2010) menuturkan ada lima manfaat arus kas bebas: a) membayar biaya pinjaman beserta bunganya pada kreditur, b) mendistribusikan dividen kepada pemegang saham, c) membeli kembali (*buy back*) saham dari pemegang saham, dan d) membeli surat berharga dan aset non-operasional lainnya.

Arus kas bebas dalam tinjauan Islam masuk dalam kajian *al-mal* atau harta. Dalam perspektif Islam, harta memiliki nilai sosial di samping material yang harus dieksplorasi untuk kemaslahatan umum. Hal ini sebagaimana tersurat dalam al-Baqarah ayat 177:

... وَءَاتَى الْمَالَ عَلَىٰ حُبِّهِ ذَوِي الْقُرْبَىٰ وَالْيَتَامَىٰ وَالْمَسْكِينِ وَابْنَ السَّبِيلِ
وَالسَّائِلِينَ وَفِي الرِّقَابِ ... ۞

“...dan memberikan harta yang dicintainya kepada kerabatnya, anak-anak yatim, orang-orang miskin, musafir (yang memerlukan pertolongan) dan orang-orang yang meminta-minta; dan (memerdekakan) hamba sahaya...” (QS. Al-Baqarah [2]:177)

Sesuai dengan perintah al-Qur'an tersebut, arus kas bebas disebut dengan terminologi *al-mal*. *Al-mal* secara global merujuk pada sesuatu yang disukai manusia (harta duniawi). Pengelolaan harta (*al-mal*) tersebut bertujuan untuk menyejahterakan kehidupan

di bumi dan menjadi sarana pengabdian kepada Allah Swt. (Syahatah, 2001:116-117).

Selain itu, Allah juga berfirman dalam surah an-Nisa' ayat 29:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ
مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ٢٩

“Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu; sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu” (QS. An-Nisa' [4]:29)

Dalam terminologi *al-mal* di atas, harta (*al-mal*) secara eksplisit Allah Swt. melarang penggunaannya di dalam aktivitas perdagangan atau operasional yang dilarang syari'ah (Al-Mahalli dan Suyuthi, 2007:70). Dengan demikian, sangat tepat jika arus kas bebas (*al-mal*) dibagikan kepada para pemegang saham yang tentu memuat unsur maslahat, baik demi perusahaan maupun bagi para pemegang saham sendiri.

2.2.5. *Investment opportunity set* (Set Kesempatan Investasi)

Investment opportunity set (IOS) digagas oleh Myers (dalam Natalia, 2013) dengan sebuah konsep bahwa nilai perusahaan merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki perusahaan (*asset in place*) dengan opsi investasi (*investment options*) di masa mendatang. Opsi investasi adalah sebuah kesempatan bagi perusahaan untuk terus berkembang, meski perusahaan tidak dapat melaksanakan semua kesempatan investasi secara maksimal. Perusahaan yang tidak dapat memaksimalkan kesempatan investasi cenderung memiliki pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan hilangnya nilai kesempatan. (Astriani, 2014:4)

Nilai *Investment opportunity set* (IOS) sendiri menurut Kole (dalam Norpratiwi, 2004:6) ditentukan oleh pengeluaran-

pengeluaran pada masa mendatang (*future discretionary expenditure*) yang menjadi opsi investasi pada saat ini. Tentunya, opsi investasi tersebut dapat menjadi lumbung *return* yang lebih tinggi bagi sebuah perusahaan. Secara ringkas, IOS merupakan sejumlah dana yang dialokasikan untuk investasi bagi perusahaan dengan harapan pengembalian *return* yang lebih tinggi di masa mendatang (Astriani, 2014:9).

Set kesempatan investasi membuka peluang untuk pengembalian nilai kas di masa mendatang. Peluang tersebut tidak hanya digunakan dalam mendukung pembiayaan riset dan pengembangan perusahaan saja, melainkan juga kemampuan perusahaan dalam mendatangkan *return* yang lebih besar di masa mendatang dibandingkan perusahaan-perusahaan dalam satu sektor lainnya. Kemampuan perusahaan dalam mendatangkan tingkat *return* di masa mendatang ini juga mencerminkan pertumbuhan nilai perusahaan. Adapun variabel yang mengukur tingkat pertumbuhan perusahaan di masa mendatang adalah IOS (Kodrat dan Herdinata, 2009).

Rozef (dalam Hery, 2013) memberikan gambaran bahwa alokasi dana untuk investasi mencerminkan pertumbuhan perusahaan. Dengan kata lain, semakin besar nilai *investment opportunity set*, maka semakin kecil kemungkinan dividen akan didistribusikan kepada para pemegang saham. Hubungan antara *investment opportunity set* ini dikonfirmasi oleh al-Najjar (dalam Derasiri, 2019:8) bahwa ditemukan hubungan signifikan antara kedua variabel tersebut. Dalam penelitiannya, *investment opportunity set* diukur dengan menggunakan rasio *Market to Book Value* (MBV).

Puteri (2012) secara terperinci menjelaskan bahwa dalam mengukur *investment opportunity set* dapat menggunakan tiga proksi, yaitu:

- Proksi berdasarkan harga. Proksi ini lebih menilik pertumbuhan perusahaan yang dilihat melalui tumbuhnya harga saham. Adapun beberapa proksi IOS yang dihitung berdasarkan harga adalah: *market value of equity plus book value of debt*, *ratio of book market value of asset*, *ratio of book to market value of equity*, *ratio of book value of property, plant, and equipment to firm value*, *ratio of replacement value of assets to market value*, *ratio of depreciation expense to value*, dan *earning price ratio*.
- Proksi berdasarkan investasi. Proksi ini berbentuk perbandingan antara investasi dalam bentuk aset tetap atau dengan sesuatu hasil operasi dari aset yang telah diinvestasikan. Proksi berdasarkan investasi antara lain: *ratio of R&D expense to firm value*, *ratio of R&D expense to total assets*, *ratio of R&D expense to sales*, *ratio of capital addition to firm value*, dan *ratio of capital addition to asset book value*.
- Proksi berdasarkan varian. Proksi ini mendasarkan pada vairabilitas *return* yang berimplikasi langsung pada peningkatan aset. Proksi yang tergolong dalam klasifikasi varian meliputi VARRET (*variance of total return*) dan *market model Beta*.

Dari berbagai macam proksi tersebut, peneliti menggunakan proksi *Market to Book Value of Equity* yang menggambarkan bahwa pasar akan memprediksi return sahamnya berdasarkan return dari ekuitasnya (Wirjono, 2009). Rasio ini juga memiliki pengaruh besar terhadap nilai suatu perusahaan (Haqi, 2018:22).

Konsep IOS ini sama persis dengan takwil mimpi yang disampaikan oleh Nabi Yusuf AS. kepada Raja Mesir saat itu. Hal itu terekam baik dalam surah Yusuf ayat 47-49:

قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأْبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلَيْهِ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَأْكُلُونَ
 ٤٧ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعَ شِدَادٍ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا حُصِنْتُمْ
 ٤٨ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ عَامٌ فِيهِ يُغَاثُ النَّاسُ وَفِيهِ يَعْرِضُونَ ٤٩

“(47) Yusuf berkata: "Supaya kamu bertanam tujuh tahun (lamanya) sebagaimana biasa; maka apa yang kamu tuai hendaklah kamu biarkan dibulirnya kecuali sedikit untuk kamu makan. (48) Kemudian sesudah itu akan datang tujuh tahun yang amat sulit, yang menghabiskan apa yang kamu simpan untuk menghadapinya (tahun sulit), kecuali sedikit dari (bibit gandum) yang kamu simpan. (49) Kemudian setelah itu akan datang tahun yang padanya manusia diberi hujan (dengan cukup) dan dimasa itu mereka memeras anggur" (QS. Yusuf [12]:47-49)

Ibn ‘Asyur (tt:286) dalam tafsirnya -at-Tahrir wa at-Tanwir- memaparkan bahwa ayat di atas menganjurkan untuk memilih investasi demi kemaslahatan umat yang lebih besar. Tentunya, konsep tersebut dengan memandang bahwa ada harapan keuntungan yang lebih besar di masa mendatang. Dengan seperti itu konsep investasi yang digagas oleh Nabi Yusuf sangat menyerupai teori *Investment opportunity set* yang digagas oleh Myers.

Selain itu, implementasi dalam tataran empiris pada kesempatan investasi juga terekam dalam firman Allah Swt. surah at-Taubah ayat 34:

... وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يَنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ
 أَلِيمٍ ٣٤

“Dan orang-orang yang menyimpan emas dan perak dan tidak menafkahkannya pada jalan Allah, maka beritahukanlah kepada mereka, (bahwa mereka akan mendapat) siksa yang pedih.” (QS. At-Taubah [9]:34)

Sesuai dengan perintah al-Qur`an yang termaktub di atas, arus kas bebas yang mereprentasikan keuntungan operasional perusahaan tidak seharusnya didiamkan atau ditimbun, tetapi harus diinvestasikan baik secara duniawi (dalam bentuk investasi) atau secara ukhrawi (sedekah, infaq, dsb). Dalam Islam sendiri, terdapat banyak opsi investasi yang telah disediakan oleh Allah Swt. dengan

tujuan agar modal atau harta tersebut tidak beku. (Munir dan Djalaluddin, 2006:109-111)

2.2.6. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai kepemilikan saham yang dikuasai oleh institusi-institusi, seperti perusahaan investasi, perusahaan perseroan (PT), lembaga yayasan, bank, dan institusi lainnya. Kepemilikan institusional juga kerap disebut dengan istilah *investment banking* (Aga dan Syafrudin, 2012). Sedangkan menurut Sartika dan Fidiana (2015), kepemilikan insitusional kerap disebut dengan total kepemilikan saham emiten yang dikuasai oleh *owner* (pemilik) institusi dan *blockholder* pada akhir tahun periode. *Blockholder* yang dimaksud ialah kepemilikan individual di luar kepemilikan manajerial yang berada di atas 5%. Kepemilikan institusional yang erat dengan sumber daya internal yang lebih besar dibandingkan kekayaan atau kepemilikan manajerial acapkali dapat menguasai mayoritas saham perusahaan. Pemegang saham institusional juga pasti mengoptimalkan *return* yang diperoleh dari investasinya, sehingga terjadi optimalisasi *monitoring* pada kinerja pihak manajemen perusahaan (Dharmastuti, 2013).

Jensen dan Meckling (1976) dalam Wirahadi dan Septriani (2008:49) melalui teori keagenan mengungkapkan bahwa untuk mengurangi biaya agensi, perusahaan dapat meningkatkan kepemilikan institusional. Tujuannya adalah untuk mengurangi biaya dalam ihwal pengawasan agen terhadap kinerja pihak manajemen. Namun, kepemilikan institusional yang tinggi akan mengurangi jumlah kepemilikan manajerial dan sekaligus menggeser posisi pengendali biaya agensi kepada pihak institusional. (Suranta dan Machfoedz, 2003:215)

Copeland dan Weston (1992) dalam Wirahadi dan Septriani (2008:50) mengungkapkan bahwa pihak pemegang saham membutuhkan biaya *monitoring* (pengawasan) dalam mengurangi konflik keagenan yang terjadi antara pihak *principal* (pemegang saham) dan *agent* (manajer). Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa naiknya tingkat kepemilikan institusional selaras dengan dorongan *monitoring* (pengawasan) dari pihak institusi. Selanjutnya dorongan *monitoring* tersebut akan mengoptimalkan kinerja perusahaan. Dengan kinerja perusahaan yang naik, maka harapan pihak pemegang saham untuk dibagikannya dividen juga semakin meningkat (Riyadhoh, et. al., 2018:4)

Peningkatan besaran kepemilikan institusional cenderung mencegah keputusan-keputusan perusahaan yang merugikan para pemegang saham sebab pengawasan yang cenderung lebih optimal. Untuk mengukur kepemilikan institusional adalah dengan membandingkan jumlah kepemilikan saham yang dikuasai oleh institusi dengan total saham yang beredar. (Wahyudi dan Pawestri, 2006:6)

$$KI = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Institusional}}{\text{Total Saham Perusahaan}}$$

Berdasarkan formula tersebut, yang dimaksud jumlah kepemilikan saham institusional adalah yang terhitung hingga akhir tahun. (Karyono, 2006:37) Sedangkan total saham yang beredar dihitung berdasarkan total saham perusahaan hingga akhir tahun. (Tinambunan, 2008:12)

Dalam kajian keislaman, kepemilikan institusional dipandang sebagai salah satu cara dalam penyelesaian konflik agensi. Upaya untuk menyelesaikan konflik agensi tersebut adalah dengan melimpahkan amanah (kepercayaan) kepada institusi untuk melakukan *monitoring* terhadap pihak manajemen. Nilai amanah

yang harus dilaksanakan oleh pihak institusi tersebut terekam melalui firman Allah Swt. QS. Al-A'raf ayat 68:

أُبَلِّغُكُمْ رِسَالَاتِ رَبِّي وَأَنَا لَكُمْ نَاصِحٌ أَمِينٌ ٦٨

“Aku menyampaikan amanat-amanat Tuhanku kepadamu dan aku hanyalah pemberi nasehat yang terpercaya bagimu” (QS. AL-A'raf [8]:68)

Firman Allah Swt. di atas secara eksplisit merupakan bentuk perintah kepada pihak yang diberikan amanah –dalam hal ini institusi tersebut- untuk menjaga amanahnya, mengingat hal itu juga merupakan amanah dari Allah Swt (Salamah, 2018:30).

Selain upaya dalam menjaga amanah, kepemilikan institusional juga mengemban peran sebagai *mushlih* (pendamai konflik) antara pihak pemegang saham dan manajemen. Upaya-upaya penyelesaian konflik tersebut sering disebut dengan *ishlah*. Dalam al-Qur'an, Allah Swt. telah memasukkan komunitas atau institusi yang terbaik adalah yang bisa menyelesaikan konflik-konflik antar manusia. Firman tersebut termaktub dalam al-Qur'an surah an-Nisa' ayat 114:

﴿لَا خَيْرَ فِي كَثِيرٍ مِّنْ نَّجْوَاهُمْ إِلَّا مَنْ أَمَرَ بِصَدَقَةٍ أَوْ مَعْرُوفٍ أَوْ إِصْلَاحٍ
بَيْنَ النَّاسِ وَمَن يَفْعَلْ ذَلِكَ ابْتِغَاءَ مَرْضَاتِ اللَّهِ فَسَوْفَ نُؤْتِيهِ أَجْرًا
عَظِيمًا ١١٤﴾

“Tidak ada kebaikan pada kebanyakan bisikan-bisikan mereka, kecuali bisikan-bisikan dari orang yang menyuruh (manusia) memberi sedekah, atau berbuat ma'ruf, atau mengadakan perdamaian di antara manusia. Dan barangsiapa yang berbuat demikian karena mencari keridhaan Allah, maka kelak Kami memberi kepadanya pahala yang besar”. (QS. An-Nisa' [4]:114)

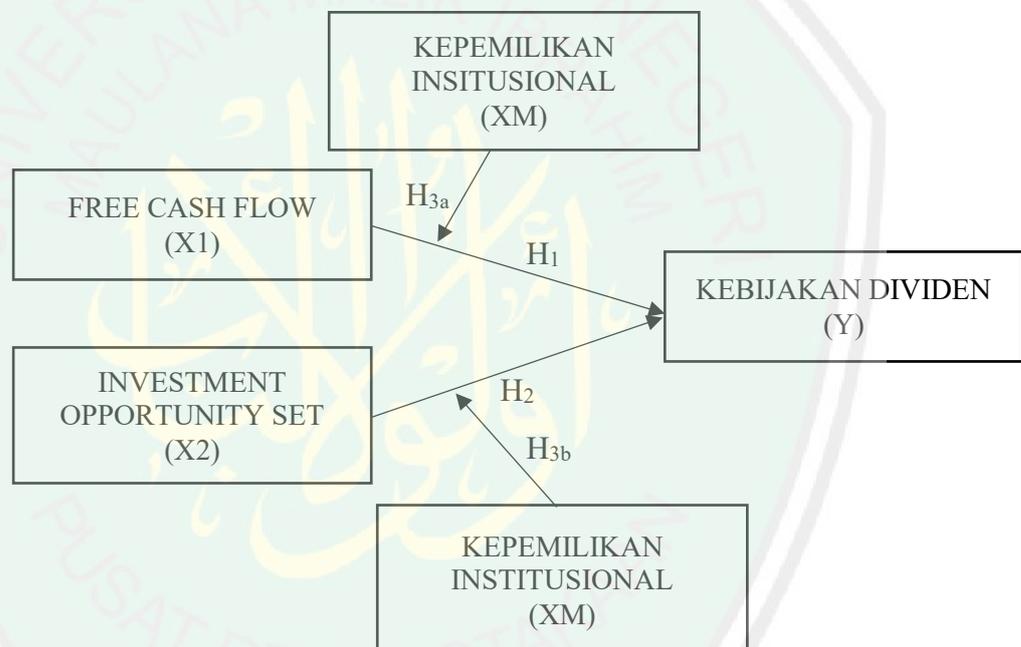
Dari ayat di atas, peneliti menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional -atau dalam terminologi di al-Qur'an adalah *najwa*- yang terbaik adalah yang berbuat kebajikan serta mendorong

perbaiki atau pendamaian (*ishlah*) di antara manusia. (Al-Mahalli dan Suyuthi, 2007:189)

2.3. Kerangka Konseptual

Berdasarkan uraian paparan di atas, maka berikut terlampir gambar kerangka konseptual penelitian ini.

Gambar 2.4
Kerangka Konseptual



Sumber: Data Diolah (2020)

Referensi: Suartawan dan Yasa (2016), Devi (2019), Mawarni dan Ratnadi (2014), Hussain dan Usman (2013), Natalia (2013), Yudiana dan Yadnyana (2016), Sumanti dan Mangantar (2015), Sumartha (2016), Jayanti dan Puspitasari (2017), Kurniawati, et al. (2015), dan Firth et al., (2016).

2.4. Penyusunan Hipotesis

Berdasarkan uraian penjelasan di atas dengan bersandar pada beberapa teori dan penelitian terdahulu, maka peneliti merumuskan hipotesis sebagai berikut.

2.4.1. *Free cash flow* (Arus Kas Bebas) berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Brealey, et al. (2006) *free cash flow* adalah kas yang tidak dioperasikan atau tidak diinvestasikan ulang oleh perusahaan. Strategi peningkatan arus kas juga dapat menekan konflik keagenan yang muncul akibat kekhawatiran kedua belah pihak, baik antara pemegang saham dan manajer sendiri. Selanjutnya, kenaikan arus kas bebas tersebut dapat didistribusikan dalam bentuk dividen agar menekan konflik tersebut. (Sutanto, et al., 2017)

Hal ini juga sebagaimana penemuan dalam penelitian Andres, et al. (2009) yang mengemukakan fakta bahwa rata-rata perusahaan di Jerman menggunakan basis arus kas dalam memutuskan kebijakan dividen perusahaannya. Dewasiri, et al. (2019) memasukkan *free cash flow* (arus kas bebas) sebagai salah satu determinan dalam menentukan kebijakan dividen. Adapun penelitian mengenai *free cash flow* di Indonesia, Suartawan dan Yasa (2016) dan Devi (2019) menemukan adanya pengaruh positif *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Oleh karenanya, peneliti mengajukan hipotesis:

H₁ : *Free cash flow* (Arus Kas Bebas) berpengaruh signifikan dan positif terhadap Kebijakan Dividen.

2.4.2. *Investment opportunity set* (Kesempatan Investasi) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen

Kesempatan investasi atau *Investment opportunity set* (IOS) merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki (assets in place) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan net present value positif (Myers dalam Natalia, 2013:7). Fitria Sari (2010) menjelaskan bahwa *Investment opportunity set* (IOS) adalah set

kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aset dan ekuitas.

Kesempatan investasi yang tinggi di masa mendatang menjadi harapan baik bagi nilai perusahaan. Tingginya IOS suatu perusahaan akan selaras dengan peluang investasinya dalam bentuk aset jangka panjang dalam perusahaan. (Nguhah dan Gayatri, 2018) Pihak manajemen perusahaan sering memilih untuk menginvestasikan labanya atau IOS daripada dibagikan dalam bentuk dividen. (Surhali, 2007) Dengan demikian, tingginya peluang investasi yang *profitable* (menguntungkan) sebuah perusahaan kontradiksi dengan rasio pembayaran dividen perusahaan. Artinya peluang investasi yang tinggi akan cenderung meminimalisir pembayaran dividen tunai. Beberapa hasil penelitian menunjukkan hasil yang berbeda dalam menilai hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen. Mawarni dan Ratnadi (2014), Hussain dan Usman (2013), Natalia (2013), dan Yudiana dan Yadnyana (2016) mengemukakan bahwa ada pengaruh negatif yang signifikan antara IOS dan kebijakan dividen. Oleh karenanya, dalam penelitian ini hipotesis yang diajukan adalah:

H₂ : *Investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen.

2.4.3. Kepemilikan Institusional (KI) dapat memoderasi pengaruh *free cash flow* (Arus Kas Bebas) dan *investment opportunity set* (IOS) secara parsial terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan institusional merupakan kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Institusi tersebut dapat berupa institusi pemerintah, institusi swasta, domestik maupun asing (Widarjo, dkk, 2010:11). Menurut Widiastuti,

Pranata P. Midiastuty, dan Suranta, (2013:3407), kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh lembaga dari eksternal. Kepemilikan institusional juga berpengaruh terhadap pembagian dividen saham. Hal ini didasarkan pada alasan bahwa perusahaan atau institusi dengan jumlah kepemilikan saham yang lebih besar dapat menentukan keputusan suatu perusahaan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). (Buchdadi, et al, 2019)

Beberapa penelitian telah mengkaji hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen. Abdelsalam, et al. (2008) mengemukakan bahwa Good Corporate Governance (GCG) yang diprosikan melalui kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, kinerja perusahaan, dan pembayaran dividen. Senada dengan Abdelsalam (2008), Kurniawati, et al. (2015) Firth, et al (2016), dan Sumartha (2016) menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen. Oleh karenanya dalam penelitian ini, hipotesis yang diajukan adalah:

H_{3a} : Kepemilikan Institusional (KI) dapat memoderasi pengaruh *Free Cash Flow* (Arus Kas Bebas) terhadap kebijakan dividen.

H_{3b} : Kepemilikan Institusional (KI) dapat memoderasi pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap Kebijakan Dividen.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Pendekatan Penelitian

Jenis penelitian ini ialah penelitian kuantitatif deskriptif. Penelitian kuantitatif deskriptif yang dimaksud adalah penelitian dengan menggunakan data berbasis angka, dapat dihitung (countable), dan dapat digunakan untuk menganalisis data dengan mendeskripsikan data yang telah dikumpulkan. (Sugiyono, 2008:207) Tujuannya adalah untuk menggambarkan secara komprehensif antara variabel independen (X), yaitu arus kas bebas (*free cash flow*), *investment opportunity set* (IOS), kebijakan dividen sebagai variabel dependen, dan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi.

3.2. Lokasi Penelitian

Lokasi penelitian ini adalah Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia UIN Maulana Malik Ibrahim Malang, Jalan Gajayana Nomor 50, Kota Malang. Peneliti mengambil dari Galeri Investasi BEI tersebut sejumlah laporan keuangan emiten perusahaan yang menjadi objek penelitian. Emiten perusahaan tersebut masuk dalam kategori sektor manufaktur. Peneliti memilih sektor manufaktur karena pertumbuhan dividen yang stabil dan besarnya jumlah emiten manufaktur dalam Bursa Efek Indonesia. Jumlah total emiten manufaktur adalah 24.75% dari total emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

3.3. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi adalah total akumulatif dari seluruh objek yang diteliti. Hartono (2014) mendefinisikan populasi sebagai seluruh objek yang ditentukan oleh peneliti dalam kurun waktu dan pada lingkup tertentu. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan industri manufaktur

yang listed di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014-2018. Oleh karenanya, populasi yang diteliti sejumlah 160 emiten perusahaan.

3.4. Teknik Pengambilan Sampel

Hartono (2014) melanjutkan bahwa sampel adalah bagian dari populasi yang disaring dan diambil dengan penggunaan klasifikasi tertentu. Pengambilan sampel bertujuan (purposive sampling) diterapkan dengan mengambil sampel dari total populasi berdasarkan klasifikasi tertentu. (Hartono, 2014)

Penelitian ini menerapkan metode purposive sampling. Purposive sampling ialah salah satu teknik pengambilan sampel dengan penentuan yang sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria sampel dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan sektor industri manufaktur yang listed di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2014-2018.
2. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan secara lengkap dan berturut-turut selama periode 2014-2018.
3. Perusahaan yang membagikan dividen secara rutin selama periode 2014-2018.

Tabel 3.1
Populasi dan Sampel

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Populasi	160
2.	Perusahaan yang tidak mempublikasikan laporan keuangan secara lengkap dan berturut-turut selama periode 2014-2018.	(20)
3.	Perusahaan yang tidak membagikan dividen secara rutin selama periode 2014-2018.	(116)
	Total Sampel	24

Sumber: Data Diolah (2020)

Berdasarkan kriteria sampel di atas, maka sampel dalam penelitian ini terlampir sebagai berikut.

Tabel 3.2
Daftar Sampel Emiten Saham

No.	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan
1.	PT. Astra International, Tbk.	ASII
2.	PT. Astra Otoparts, Tbk.	AUTO
3.	PT. Sepatu Bata, Tbk.	BATA
4.	PT. Indo Kordsa, Tbk.	BRAM
5.	PT. Charoen Pokphand Indonesia, Tbk.	CPIN
6.	PT. Ekadharma International, Tbk.	EKAD
7.	PT. Gudang Garam, Tbk.	GGRM
8.	PT. H.M. Sampoerna, Tbk.	HMSP
9.	PT. Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk.	ICBP
10.	PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk.	IMAS
11.	PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk.	INDF
12.	PT. Indah Kiat Pulp & Paper, Tbk.	INKP
13.	PT. Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk.	INTP
14.	PT. Kalbe Farma, Tbk.	KLBF
15.	PT. Multi Bintang Indonesia, Tbk.	MLBI
16.	PT. Sido Muncul, Tbk.	SIDO
17.	PT. Semen Baturaja, Tbk.	SMBR
18.	PT. Selamat Sempurna, Tbk.	SMSM
19.	PT. Tunas Alfin, Tbk.	TALF
20.	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Tbk.	TKIM
21.	PT. Surya Toto Indonesia, Tbk.	TOTO
22.	PT. Trisula International, Tbk.	TRIS
23.	PT. Unilever Indonesia, Tbk.	UNVR
24.	PT. Wijaya Karya Beton, Tbk.	WTON

Sumber: Data Diolah (2020)

3.5. Data dan Jenis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang didapatkan dari pihak kedua, yaitu data sekunder. Data sekunder yang digunakan adalah laporan keuangan dan data yang berkaitan dengan penelitian emiten saham sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018. Data tersebut meliputi: free cash flow (arus kas bebas) yang tertuang dalam laporan arus kas, investment opportunity set (set kesempatan investasi) yang tertuang dalam neraca dan data pergerakan saham di performa perusahaan tercatat di laman Bursa Efek Indonesia, dan kepemilikan institusional di laporan keuangan periode tersebut.

3.6. Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah teknik dokumentasi. Teknik dokumentasi adalah pengumpulan data dengan mencari variabel-variabel yang terkait, berupa transkrip, surat kabar, makalah, agenda, dan catatan, dan lain sejenisnya. (Arikunto, 2006:187) Adapun teknik dokumentasi yang dilakukan peneliti adalah dengan mencatat atau mendokumentasikan data-data yang termuat dalam laporan keuangan sektor industri manufaktur yang diunduh dari laman online www.idx.co.id. Pengumpulan data diawali dengan tahap pengumpulan beberapa penelitian terdahulu, yaitu dengan melakukan tinjauan pustaka dan dengan menganalisis buku, artikel, berita, dan sumber bacaan lain yang terkait erat dengan pokok penelitian. Pada tahap ini, peneliti melakukan kajian data yang dibutuhkan, menganalisis ketersediaan data, dan mempelajari cara memperoleh data. Lalu tahapan selanjutnya dalam penelitian adalah mengumpulkan data-data yang diperlukan dan memperbanyak literatur guna melengkapi analisis penelitian ini.

3.7. Definisi Operasional Variabel

Variabel yang akan diuji dalam penelitian ini berjumlah lima, dengan komposisi dua variabel independen: *free cash flow* dan set investment

opportunity, satu variabel dependen: kebijakan dividen, dan dua variabel pemoderasi: kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Definisi masing-masing variabel akan dipaparkan sebagai berikut.

3.7.1. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan manajer perusahaan untuk membagikan laba perolehan pada pemegang saham (shareholder) sebagai dividen atau akan ditahan untuk investasi di masa mendatang. Kebijakan dividen dalam penelitian ini adalah gambaran penentuan jumlah keuntungan yang didapat pemegang saham. Oleh karenanya, dalam penelitian ini, kebijakan dividen diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Rumusnya adalah sebagai berikut (Jayanti dan Puspitasari, 2017).

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham (DPS)}}{\text{Laba Per Lembar Saham (EPS)}}$$

3.7.2. *Free cash flow* (Arus Kas Bebas)

Free cash flow menurut Mariah et. al. (dalam Prasetio dan Suryono, 2016) merupakan arus kas yang disediakan bagi para pemegang saham dalam bentuk dividen setelah dikurangi investasi aset tetap dan modal operasional. Rumus *free cash flow* adalah (Rosdini, 2009).

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{Arus Kas Operasi} - \text{Investasi Dalam Modal Operasi}}{\text{Total Aset}}$$

3.7.3. *Investment opportunity set* (Kesempatan Investasi)

Investment opportunity set atau IOS adalah kombinasi dari aset yang dimiliki perusahaan dengan pilihan investasi di masa mendatang yang membentuk nilai perusahaan (Myers dalam Natalia, 2013). Dalam penelitian ini, *Investment opportunity set* diproksikan melalui variabel *Market to Book Value of Equity* (Gaver dan Gaver dalam Dewasiri, 2019) yang menggmabarkan bahwa pasar akan memprediksi return sahamnya berdasarkan return dari ekuitasnya.

(Wirjono, 2009) Adapun formula dari *Market to Book Value of Equity* (MBVE) adalah sebagai berikut (Surya, 2010).

$$MBVE = \frac{\text{Total Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3.7.4. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemerintah, bank, institusi keuangan, dan institusi lainnya terhadap jumlah keseluruhan saham sebuah emiten. (Winanda, 2009) Dalam penelitian ini, kepemilikan institusional akan diukur berdasarkan formula berbasis rasio. Berikut rumus dari kepemilikan institusional (Jayanti dan Puspitasari, 2017).

$$KI = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Institusional}}{\text{Total Saham Perusahaan}}$$

3.8. Analisis Data

Analisis data merupakan salah satu langkah yang menginterpretasikan hasil olah data. (Sujarweni dan Endrayanto, 2012:6) Hasil olah data ini bertujuan untuk menjawab masalah yang telah dirumuskan peneliti. Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan bantuan software SPSS (*Statistical Package For Social Science*).

3.8.1. Uji Asumsi Klasik

Menurut Nisfiannor (2009:91), uji asumsi klasik yang digunakan dalam menganalisis data berbasis regresi berganda adalah:

a. Uji Normalitas

Uji normalitas berfungsi untuk melihat distribusi sebuah data yang didapatkan mendekati hukum sebaran normal baku dari Gauss. Distribusi data terbilang normal jika grafik polygon menyerupai bentuk bel, lonceng, atau genta. Sedangkan jika memakai Kolmogrov-Smirnov,

maka normalitas data dapat diketahui jika $\text{sig}(p) > 0,05$. (Nisfiannor, 2009:91-96)

b. Uji Linieritas

Uji Linieritas bertujuan untuk mengetahui hubungan linier (garis lurus) antara variabel independen (Y) dengan variabel dependen (X). Jika hubungan tidak linier dan dianalisis dengan menggunakan metode statistik parametric, maka koerlasinya sangat rendah. (Nisfiannor, 2009:92) Untuk mengetahui linieritas garis regresi, maka dapat peneliti dapat menggunakan koefisien signifikansi. Apabila nilai signifikansi yang digunakan untuk menerima atau menolak hipotesis, maka nilai tersebut harus dibandingkan dengan nilai tingkat alpha yang digunakan (0,05 atau 0,01). Jika nilai signifikansi lebih tinggi daripada alpha yang digunakan, maka data tersebut dinyatakan linier. (Sudarmanto, 2005:135)

c. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui adanya korelasi antarvariabel independen (Y) pada model regresi berganda. Korelasi antarvariabel lebih baik adalah yang memiliki korelasi kecil. Sebuah data dikatakan multikolinieritas jika nilai R^2 sangat tinggi, tetapi secara parsial, regresi antara variabel independen dengan variabel dependen tidak signifikan. Selain itu, korelasi antara variabel independen sangat tinggi (di atas 0,80). (Nisfiannor, 2009:92)

d. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji ketidaksamaan variansi di antara data (*group*). Data yang diharapkan dalam sebuah penelitian adalah data yang

tidak mengalami heteroskedastisitas. Data yang mengalami heteroskedastisitas dapat dilihat dari grafik plots antara nilai prediksi variabel terikat (dependen), yaitu ZPRED (sumbu X) dengan nilai residualnya, SRESID (sumbu Y). Jika tidak ada pola yang jelas dan teratur, serta titik-titik tersebut tersebar di atas dan di bawah angka 0, maka data tersebut tidak mengalami heteroskedastisitas. (Nisfiannor, 2009:92)

e. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi berfungsi untuk mengetahui korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t sebelumnya pada model regresi linier yang dipergunakan. Dalam model regresi yang baik adalah data yang tidak mengalami autokorelasi. (Nisfiannor, 2009:92) Untuk mendeteksi adanya autokorelasi, peneliti dapat menggunakan uji Durbin-Watson. Jika nilai statistik Durbin-Watson mendekati angka 2, maka dapat dinyatakan bahwa pengamatan tersebut tidak mengalami autokorelasi. (Sudarmanto, 2005:143)

3.8.2. Koefisien Determinasi

Simbol r^2 dalam regresi dua variabel adalah ukuran kesesuaian antara hasil regresi dengan data atau hasil proporsi variasi total variabel terikat yang dijelaskan variabel bebas tunggal. Sedangkan dalam regresi tiga variabel, untuk mengetahui proporsi beberapa variabel terikat dijelaskan melalui koefisien determinasi berganda atau R^2 . (Mulyono, 2005:221)

Menurut Sugiyono (2013:112), rumus untuk menghitung koefisien determinasi yaitu:

$$Kd = R^2 \times 100\%$$

(Dimana $0 \leq R^2 \leq 1$)

Keterangan:

Kd = Koefisien determinasi

R^2 = Koefisien korelasi

Nilai R^2 terletak di antara nilai 0 hingga 1. Nilai R^2 yang menunjukkan angka 1 berarti 100% total variasi variabel terikat ditafsirkan oleh garis regresi. Sebaliknya, jika R^2 menunjukkan angka 0, maka tidak ada variasi X_1 yang dijelaskan oleh X_2 dan X_3 . (Mulyono, 2005:222)

3.8.3. Analisis Regresi Moderasi (*Moderating Regression Analysis*)

Sebelum melakukan analisis regresi moderasi (*moderating regression analysis*), peneliti menguji terlebih dahulu pengaruh dua variabel independen terhadap variabel dependen dengan melakukan uji analisis regresi berganda. Analisis regresi berganda digunakan bila peneliti bermaksud menghitung bagaimana keadaan (naik turunnya) variabel dependen, bila berhubungan dengan dua atau lebih variabel independen. (Sujarweni dan Endrayanto, 2012:88)

Persamaan regresi pada penelitian ini yaitu:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_nX_n + \varepsilon$$

Keterangan:

Y = Nilai Perusahaan

a = Konstanta, merupakan nilai terkait yang dalam hal ini adalah Y pada saat variabel independen adalah 0 (FC,IOS = 0)

b_1 = Koefisien regresi berganda variabel independen *Free cash flow* (X_1) terhadap variabel Kebijakan Dividen (Y)

b_2 = Koefisien regresi berganda variabel independen *Investment opportunity set* (X_2) terhadap variabel Kebijakan Dividen (Y)

ε = *Error Term*, yaitu tingkat kesalahan penduga dalam penelitian

Penelitian ini terdiri dari dua variabel independen, satu variabel dependen, dan dua variabel moderasi. Dengan demikian, setelah melakukan uji analisis regresi berganda, peneliti melakukan uji analisis dengan menggunakan *Moderating Regression Analysis* (MRA). Analisis tersebut digunakan untuk melihat apakah variabel pemoderasi mempengaruhi pengaruh antara variabel X yaitu suatu variabel yang menekan/menerangkan variabel lainnya dan disebut sebagai variabel bebas (independen variabel) terhadap variabel Y (variabel dependen/terikat) yaitu: suatu variabel yang ditentukan atau diterangkan oleh variabel lainnya dari variabel ini disebut dengan variabel tidak bebas (dependen variabel). Pengaruh ini selanjutnya dapat digunakan untuk mencari pengaruh variabel X terhadap variabel Y dan kemudian melihat apakah variabel mempengaruhi hubungan antara variabel X terhadap Y. (Sugiyono, 2013:110)

Moderating Regression Analysis dinyatakan dalam dua bentuk persamaan sebagai berikut :

$$\text{Persamaan (1)} \quad = a_0 + b_1FCF + b_2IOS + \varepsilon$$

$$\text{Persamaan (2) SM} \quad = a_0 + b_1FCF + b_2IOS + b_3DPR + bFCF *KM + bFCF *KI + bIOS*KM + bIOS *KI + \varepsilon$$

$$a_0 \quad = \text{Konstanta}$$

$$b_1 - b_3 \quad = \text{Koefisien Regresi yang menyatakan perubahan nilai Y apabila terjadi perubahan nilai X}$$

$$FCF \quad = \text{Arus Kas Bebas}$$

$$IOS \quad = \text{Kesempatan Investasi}$$

$$DPR \quad = \text{Kebijakan Dividen}$$

$$FCF*KM \quad = \text{Kepemilikan Manajerial sebagai variabel moderasi dari Free cash flow}$$

- FCF*KI = Kepemilikan Institusional sebagai variabel moderasi dari *Free cash flow*
- IOS*KM = Kepemilikan Manajerial sebagai variabel moderasi dari *Investment opportunity set*
- IOS*KI = Kepemilikan Insititusal sebagai variabel moderasi dari *Investment opportunity set*
- ε = *Error Term*, yaitu tingkat kesalahan penduga dalam penelitian

Pengujian secara simultan dimaksudkan untuk menguji pengaruh keseluruhan variabel independen terhadap variabel dependen. Uji Hipotesis yang digunakan adalah uji Fhitung. Fhitung dilakukan untuk mengetahui tingkat signifikansi variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Tingkat alpha yang dipilih adalah 5% ($\alpha = 0,05$) atau dengan tingkat kepercayaan sebesar 95% dari derajat (dk) = $n-k-1$. Angka ini dipilih tepat untuk mewakili dalam pengujian variabel dan merupakan tingkat signifikansi yang sering digunakan dalam penelitian. Kriteria pengambilan keputusan adalah H_0 diterima bila $F_{hitung} \leq F_{tabel}$ dan H_0 ditolak bila $F_{hitung} \geq F_{tabel}$. Kaidah pengujian signifikansi dengan menggunakan program SPSS adalah:

- Jika nilai probabilitas 0,05 lebih kecil atau sama dengan nilai probabilitas Sig atau ($0,05 \leq Sig$), maka H_0 diterima dan H_a ditolak, artinya tidak signifikan.
- Jika nilai probabilitas 0,05 lebih besar atau sama dengan nilai probabilitas Sig atau ($0,05 \geq Sig$), maka H_0 ditolak dan H_a diterima, artinya signifikan. (Sujarweni dan Endrayanto, 2012:95)

Setelah dilakukan uji F secara simultan, peneliti juga melakukan uji secara parsial atau Uji t. Uji t digunakan untuk menguji tingkat hubungan antara variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Uji t dilaksanakan dengan

membandingkan nilai t_{hitung} dengan nilai t_{tabel} . Adapun kriteria dalam menentukan signifikansi hubungan parsial antara satu variabel dengan variabel yang lain adalah:

- Menggunakan koefisien t . Satu variabel dianggap berpengaruh dan signifikan jika $t_{hitung} > t_{tabel}$. Namun sebaliknya jika $t_{hitung} < t_{tabel}$, maka tidak signifikan.
- Menggunakan signifikansi t . Sebuah variabel dianggap berpengaruh atau H_0 diterima jika $t_{hitung} > \alpha$ yang ditetapkan ($\alpha = 0,05\%$). Dan sebaliknya jika $t_{hitung} < \alpha$ yang ditetapkan ($\alpha = 0,05\%$), maka H_0 tidak diterima dan variabel tersebut dikatakan tidak berpengaruh.
(Sudarmanto, 2005:221)

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil Penelitian

4.1.1. Gambaran Umum Objek Penelitian

Industri manufaktur merupakan salah satu penggerak roda perekonomian Indonesia. Fakta ini ditemukan berdasarkan Siaran Pers Kementerian Perindustrian (2019) yang melaporkan bahwa 150 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia secara general telah menyumbang 20% terhadap laju Pertumbuhan Domestik Bruto (PDB) semenjak tahun 2014 hingga 2019. Selain itu jika dibandingkan dengan industri lainnya, industri manufaktur merupakan penyumbang terbesar laju Pendapatan Domestik Bruto (PDB) nasional. (Badan Pusat Statistik, 2019:12)

Sumbangsih perindustrian manufaktur di Indonesia juga ditunjang dengan prioritas pembangunan pemerintah terhadap industri ini dalam rangka menyambut revolusi industri 4.0. Pemerintah melalui Kementerian Perindustrian (Peluang Pasar, 2018:5) telah memprioritaskan pembangunan di lima subsektor, yaitu: industri makanan dan minuman, industri otomotif, industri elektronik, industri kimia, dan industri tekstil. Kelima subsektor tersebut termuat dalam sektor industri manufaktur. Dengan demikian, pemerintah dalam hal ini lebih menitikberatkan pembangunan industrinya di sektor manufaktur.

Pembangunan industri manufaktur tentu memberikan dampak yang signifikan bagi pembangunan nasional. Hal ini tecermin melalui banyaknya emiten dari sektor manufaktur yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Tercatat dari tahun 2014 hingga 2018, jumlah emiten manufaktur mencapai 150 emiten. 150 emiten atau perusahaan itu dikategorikan menjadi 3 kategori: industri dasar dan kimia, aneka industri, dan barang konsumsi. Kemudian, masing-masing kategori dari sektor

manufaktur memiliki subsektor tersendiri. Berdasarkan kategorinya, emiten-emiten manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dikategorikan sebagai berikut (*www.sahamok.com*).

- Sektor aneka industri: subsektor mesin & alat berat, subsektor otomotif & komponen, subsektor tekstil & garment, subsektor alas kaki, subsektor kabel, subsektor elektronika, dan subsektor lainnya.
- Sektor industri dasar dan kimia: subsektor semen, subsektor keramik, porselen & kaca, subsektor logam dan sejenisnya, subsektor kimia, plastik & kemasan, subsektor pakan ternak, subsektor kayu & pengolahannya, dan subsektor pulp & kertas.
- Sektor barang konsumsi: subsektor makanan & minuman, subsektor rokok, subsektor farmasi, subsektor kosmetik & barang keperluan rumah tangga, dan subsektor peralatan rumah tangga.

Peneliti dalam penelitiannya hanya mengambil 24 emiten dari 150 total emiten industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia terhitung sejak tahun 2014 hingga 2018. Pemilihan sampel ini tentu didasarkan pada kebutuhan peneliti sebagaimana yang telah diulas pada bab metodologi penelitian. Adapun gambaran umum dari 24 emiten perusahaan yang dijadikan sampel oleh peneliti adalah sebagai berikut.

- 1) PT. Astra International Tbk. masuk dalam kategori sektor aneka industri subsektor otomotif & komponen. Perusahaan ini berdiri tahun 1957 dengan nama PT. Astra International Incorporated. Perusahaan ini bergerak di bidang perdagangan umum, perindustrian, pertambangan, pengangkutan, pertanian, pembangunan, jasa, dan konsultan. Perusahaan ini juga memiliki entitas anak, ventura bersama, dan entitas asosiasi yang juga bergerak di bidang manufaktur, perakitan dan penyaluran mobil, sepeda motor dan suku cadang, penjualan dan penyewaan alat berat, pertambangan dan jasa terkait, pengembangan perkebunan, jasa keuangan, infrastruktur, teknologi informasi, dan properti. Perusahaan ini memiliki kantor pusat di Jakarta.

- 2) PT. Astra Otoparts Tbk. masuk dalam kategori sektor aneka industri subsektor otomotif & komponen. Perusahaan yang didirikan tahun 1992 ini bergerak dalam perdagangan suselamat sempirku cadang otomotif, logam, dan plastik. Pasar dari perusahaan ini sudah menembus pasar Asia, Timur Tengah, Amerika, Eropa, dan Afrika. Perusahaan ini memiliki induk di subsektor yang sama, yaitu PT. Astra International, Tbk.
- 3) PT. Sepatu Bata Tbk. masuk dalam sektor aneka industri dengan subsektor alas kaki. Perusahaan ini didirikan di Indonesia pada tahun 1931. Perusahaan ini merupakan anggota dari Bata Shoe Organization (BSO) yang terpusat di Lausanne, Swiss. BSO sendiri merupakan produsen sepatu terbesar di dunia yang menghasilkan jutaan sepatu tiap tahunnya. Alamat produksi sepatu ini terletak di Purawakarta. Perusahaan ini juga memproduksi sepatu kulit, sepatu kain, sepatu santai & olahraga, sandal, sepatu khusus industri, dan ekspor sepatu.
- 4) PT. Indo Kordsa Tbk. masuk dalam sektor aneka industri dengan subsektor otomotif & komponen. Perusahaan yang didirikan tahun 1970 ini bergerak di bidang manufaktur dan pemasaran kain ban, filamen *yarn* (*serat-serat nylon, polyester, rayon*), benang *nylon* untuk ban, dan bahan baku *polyester* (*purified terephthalic acid*). Perusahaan ini memiliki kantor pusat di Bogor.
- 5) PT. Chaoroen Pokphand Indonesia Tbk. merupakan perusahaan manufaktur yang masuk dalam sektor aneka industri dengan subsektor pakan ternak. Perusahaan yang didirikan tahun 1967 ini bergerak dalam industri makanan ternak, pembibitan dan budidaya ayam ras serta pengolahannya, industri pengolahan makanan, pengawetan daging ayam dan sapi, penjualan makanan ternak, daging ayam & sapi, dan bahan-bahan asal hewan di wilayah Republik Indonesia. Perusahaan ini memiliki kantor pusat di Jakarta dengan 12 kantor cabang yang tersebar di Indonesia.

- 6) PT. Ekadharma International Tbk. merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam sektor industri dasar dan kimia dengan subsektor kimia. Perusahaan ini berdiri tahun 1981 dengan pusat kantor di Tangerang. Perusahaan ini bergerak dalam bidang pembuatan pita perekat, produksi bahan baku, dan bahan penolong yang diperlukan usaha perdagangan pada umumnya. Perusahaan ini memiliki 18 kantor cabang di Indonesia.
- 7) PT. Gudang Garam Tbk. merupakan perusahaan yang terdaftar di sektor industri barang konsumsi subsektor rokok. Perusahaan ini memiliki kantor pusat di Kediri, Jawa Timur dan sekaligus memiliki pabrik di Kediri, Gempol, Karanganyar, dan Sumenep. Perusahaan yang didirikan tahun 1971 ini bergerak di bidang industri rokok dan yang terakit dengan industri rokok.
- 8) PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. merupakan perusahaan yang terdaftar di sektor industri barang konsumsi subsektor rokok. PT. HM Sampoerna didirikan pada tahun 1963. Kegiatan perusahaan ini bergerak di bidang manufaktur dan perdagangan rokok serta investasi di perusahaan-perusahaan lain. Perusahaan ini memiliki kantor pusat di Surabaya.
- 9) PT. Indofood CBP Sukses Makmur Tbk. adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di sektor industri barang konsumsi subsektor makanan & minuman. Perusahaan ini berdiri tahun 2009 yang semula merupakan kegiatan usaha divisi mi instan dan divisi bumbu penyedap dari PT. Indofood Sukses Makmur. Perusahaan ini bergerak dalam produksi mi dan bumbu penyedap, produk makanan kuliner, biskuit, makanan ringan, nutrisi & makanan khusus, minuman non-alkohol, kemasan perdagangan, transportasi, pergudangan dan pendinginan, jasa manajemen, dan penelitian serta pembangunan. Kantor pusat perusahaan ini bertempat di Jakarta.
- 10) PT. Indomobil Sukses Internasional Tbk. merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di sektor aneka industri dengan subsektor

otomotif dan komponen. Perusahaan ini berdiri pada tahun 1997 dengan ruang lingkup produksi di bidang perakitan dan distribusi kendaraan roda empat, bis, truk, serta alat berat dengan berbagai merk terkenal, kendaraan roda dua beserta suku cadang, perbengkelan, alat berat, jasa keuangan, pembiayaan konsumen, penyewaan dan jual beli kendaraan bekas pakai.

- 11) PT. Indofood Sukses Makmur Tbk. masuk dalam kategori sektor barang konsumsi subsektor makanan & minuman. Perusahaan yang didirikan tahun 1990 ini bergerak di bidang industri makanan olahan, bumbu penyedap, minuman ringan, kemasan, minyak goreng, penggilingan biji gandum, pembuatan tekstil karung terigu, perdagangan, pengangkutan, agrobisnis, dan jasa. Perusahaan ini berkantor pusat di Jakarta dengan pabrik dan perkebunan perusahaan di berbagai pulau di Indonesia dan Malaysia.
- 12) PT. Indah Kiat Pulp & Paper Tbk. terdaftar sebagai emiten dengan kategori sektor industri dasar dan kimia dengan subsektor pulp dan kertas. Perusahaan yang berdiri tahun 1967 ini memiliki kantor pusat di Jakarta dengan pabrik yang bertempat di Tangerang, Serang, dan Perawang. Perusahaan ini merupakan entitas anak dari PT. Purinusa Ekapersada yang merupakan bagian dari Kelompok Usaha Sinarmas. Perusahaan ini bergerak di bidang industri kertas budaya, *pulp*, dan kertas industri.
- 13) PT. Indocement Tungal Prakarsa Tbk. adalah perusahaan yang masuk dalam kategori sektor industri dasar dan kimia dengan subsektor semen. Perusahaan ini didirikan tahun 1985 dengan kantor pusat di Jakarta. Perusahaan ini merupakan entitas anak dari HeidelbergCement AG, Jerman. Perusahaan ini bergerak dalam beberapa bidang usaha, yang meliputi produksi dan penjualan semen, beton siap pakai, dan tambang agregat.
- 14) PT. Kalbe Farma Tbk. merupakan perusahaan yang masuk kategori sektor industri barang konsumsi subsektor farmasi. Perusahaan ini

didirikan tahun 1968 dengan ruang lingkup kegiatan meliputi: usaha di bidang farmasi, perdagangan dan perwakilan. Produk farmasi yang dihasilkan perusahaan ini meliputi obat, produk, dan konsumsi kesehatan.

- 15) PT. Multi Bintang Indonesia Tbk. merupakan perusahaan dalam kategori sektor industri barang konsumsi subsektor makanan & minuman. Perusahaan ini berdiri tahun 1929 dengan kantor pusat di Jakarta. Perusahaan ini merupakan bagian dari Kelompok Usaha Heineken Holding NV. Perusahaan ini bergerak di bidang produksi, pemasaran, dan impor atas bahan-bahan bir dan minuman lain yang relevan.
- 16) PT. Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. merupakan perusahaan kategori sektor industri barang konsumsi dengan subsektor farmasi. Perusahaan yang didirikan tahun 1975 memiliki kantor pusat di Semarang. Perusahaan ini bergerak dalam industri obat-obatan (farmasi), jamu, kosmetika, minuman dan makanan yang berkaitan dengan kesehatan, perdagangan, pengangkutan darat dan jasa. Perusahaan ini merupakan entitas anak dari PT. Hotel Candi Baru.
- 17) PT. Semen Baturaja (Persero) Tbk. merupakan perusahaan manufaktur yang masuk dalam kategori sektor industri dasar dan kimia dengan subsektor semen. Perusahaan yang didirikan tahun 1974 ini bergerak di bidang produksi, distribusi, dan jasa-jasa lain yang terkait dengan industri semen. Perusahaan ini memiliki kantor pusat di Palembang dengan tiga lokasi pabrik, yaitu Baturaja, Palembang, dan Panjang (Lampung).
- 18) PT. Selamat Sempurna Tbk. merupakan perusahaan manufaktur yang masuk dalam kategori sektor aneka industri dengan subsektor otomotif dan komponen. Perusahaan yang didirikan tahun 1976 ini memiliki kantor pusat di Jakarta Utara. Perusahaan ini bergerak di

bidang produksi filter, radiator, *oil coolers, brake pipe, fuel pipes, fuel tanks, exhaust systems*, dan *press parts*.

- 19) PT. Tunas Alfin Tbk. merupakan perusahaan yang secara operasional masuk dalam sektor industri dasar dan kimia dengan subsektor plastik dan kemasan. Perusahaan yang didirikan tahun 1977 ini memiliki kantor pusat di Tangerang. Lingkup operasional perusahaan ini adalah di bidang usaha perdagangan, agen, angkutan, pembangunan, industri kemasan, dan percetakan.
- 20) PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk. merupakan perusahaan yang secara operasional masuk dalam sektor industri dasar dan kimia dengan subsektor pulp dan kertas. Perusahaan yang memiliki kode saham “TKIM” ini berdiri di tahun 1972. Perusahaan ini mulai tahun 2009 memiliki kantor pusat di Jakarta yang sebelumnya berada di Sidoarjo, Jawa Timur. Kegiatan operasional perusahaan ini meliputi bidang industri, perdagangan, dan bahan-bahan kimia.
- 21) PT. Surya Toto Indonesia Tbk. merupakan perusahaan manufaktur yang masuk dalam sektor industri dasar dan kimia dengan subsektor keramik, porselen, dan kaca. Perusahaan yang berdiri tahun 1977 ini memiliki kantor pusat di Jakarta Barat dengan lokasi pabrik yang berlokasi di Tangerang. Perusahaan ini secara operasional memproduksi dan menjual produk saniter, fitting, dan peralatan sistem dapur serta kegiatan-kegiatan lain yang berkaitan dengan produk tersebut.
- 22) PT. Trisula Internasional Tbk. merupakan perusahaan manufaktur yang masuk dalam kategori sektor aneka industri dengan subsektor tekstil dan garment. Perusahaan ini didirikan pada tahun 2004 dengan nama perusahaan saat itu, PT. Transindo Global Fashion. Perusahaan ini berdomisili di Jakarta. Perusahaan ini secara operasional bergerak di bidang perdagangan pakaian jadi, industri garmen, tekstil, dan usaha terkait lainnya.

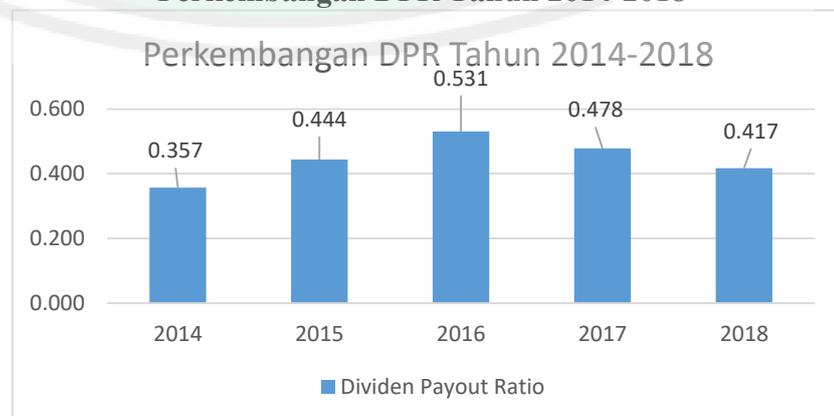
- 23) PT. Unilever Indonesia Tbk. merupakan perusahaan manufaktur yang masuk dalam kategori sektor industri barang konsumsi dengan subsektor kosmetik & barang keperluan rumah tangga. Perusahaan yang berdiri di tahun 1933 ini memiliki kantor pusat di Tangerang. Perusahaan ini secara operasional aktif memproduksi, memasarkan, dan mendistribusikan barang-barang konsumsi yang meliputi sabun, deterjen, margarin, makanan berinti susu, es krim, produk-produk kosmetik, minuman dengan bahan pokok teh, dan minuman sari buah.
- 24) PT. Wijaya Karya Beton Tbk. merupakan perusahaan manufaktur yang masuk dalam kategori sektor industri dasar dan kimia dengan subsektor semen. Perusahaan yang berdiri di tahun 1997 ini berkantor pusat di Jakarta. Perusahaan ini memiliki kegiatan usaha di bidang perencanaan, produksi, penjualan, jasa konsultasi, dan jasa konstruksi pelaksanaan yang terkait dengan produk-produk beton.

4.1.2. Gambaran Umum Variabel Penelitian

4.1.2.1. Kebijakan Dividen

Penelitian ini mengambil kebijakan dividen sebagai variabel dependen (Y). Dalam penelitian ini, variabel kebijakan dividen dihitung melalui rumus DPR (*Dividen Payout Ratio*). Fluktuasi DPR yang diamati semenjak tahun 2014 hingga 2018 terlihat pada gambar di bawah ini.

Gambar 4.1
Perkembangan DPR Tahun 2014-2018



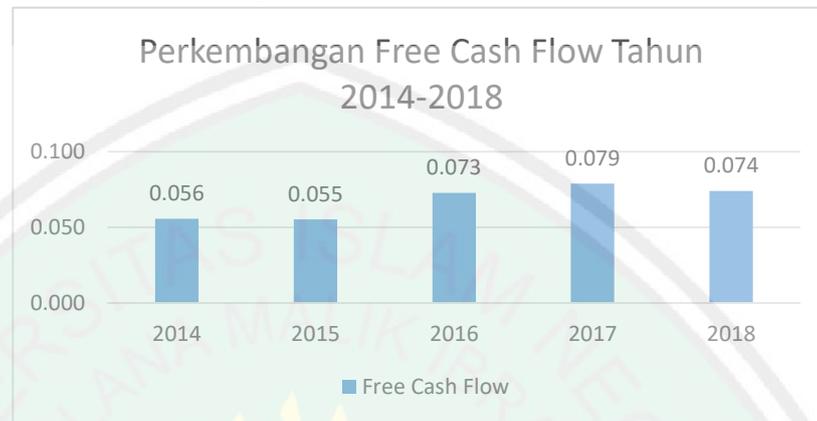
Sumber: Data Diolah (2020)

Gambar 4.1 di atas menunjukkan bahwa Dividend Payout Ratio (DPR) dari industri manufaktur mengalami fluktuasi dari tahun 2014 hingga 2018. DPR dengan nilai rasio tertinggi terjadi pada tahun 2016 dengan nilai 0.531. Sedangkan DPR di tahun 2014 adalah DPR dengan nilai terendah, yaitu sebesar 0.357. DPR di tahun 2014 dengan nilai terendah, 0.357, tumbuh sebesar 24.3% menjadi 0.444 di tahun 2015. Naiknya rasio DPR ini mencerminkan bahwa rata-rata perusahaan dari industri manufaktur hendak mengirimkan sinyal positif ke pasar sekunder. Di sisi lain, perusahaan-perusahaan tersebut memiliki tipikal untuk tidak mengambil utang bank yang lebih besar. Dengan demikian, perusahaan lebih memilih untuk membagikan dividen saja (Dwijayanto dan Indrastiti, 2016). Di tahun selanjutnya, dividen mengalami puncak tertingginya dan naik sebesar 19.6% menjadi 0.531. Kenaikan dividen ini disebabkan rata-rata akibat naiknya laba yang diperoleh perusahaan-perusahaan tersebut (data diolah, 2020). Di tahun berikutnya, tahun 2017, dividen di sektor manufaktur sempat mengalami penurunan 11.09% dikarenakan laba bersih pada masing-masing perusahaan turun, sedangkan jumlah dividen yang dibagikan rata-rata masih konstan (data diolah, 2020). Kemudian di tahun berikutnya, industri manufaktur mengalami perlambatan kinerja (Kementerian Perindustrian, 2018:13-14). Kondisi ini mengakibatkan beberapa laba perusahaan turun. Lambatnya kinerja perusahaan yang tercermin melalui menurunnya dividen yang dibagikan menjadi bukti kongkret teori signaling (Sjahrial, 2007:311).

4.1.2.2. Free Cash Flow (Arus Kas Bebas)

Penelitian ini menjadikan variabel free cash flow sebagai variabel independen pertama (X_1). Formulasi dari variabel free cash flow telah disebutkan pada bab metodologi penelitian. Berdasarkan pengamatan peneliti, variabel free cash flow periode 2014-2018 dapat terlihat dalam grafik di bawah ini.

Gambar 4.2
Perkembangan Free Cash Flow Tahun 2014-2018



Sumber: Data Diolah (2020)

Gambar 4.2 menunjukkan fluktuasi grafik free cash flow yang diamati dari tahun 2014 hingga 2018. Titik tertinggi dari rata-rata free cash flow industri manufaktur adalah tahun 2017 dengan nilai rasio 0.079. Sedangkan titik terendah dari nilai rasio free cash flow terjadi pada tahun 2015 dengan nilai sebesar 0.055. Sedikit penurunan sebesar 1.7% yang terjadi pada tahun 2014 dengan nilai sebesar 0.056 menuju 2015 dengan nilai rasio sebesar 0.055 diakibatkan kondisi operasional industri manufaktur yang sedikit menurun. Salah satu penyebab kuat melambatnya kinerja manufaktur saat itu adalah lesunya daya beli masyarakat yang mengakibatkan operasional industri ini sedikit melambat (Supriadi, 2015). Sedangkan di tahun selanjutnya, rata-rata tingkat free cash flow industri manufaktur naik sebesar 32.7% menjadi 0.073. Kondisi ini salah satunya disebabkan permintaan (*demand*) domestik dan ekspor yang tumbuh di tahun tersebut (Bisnis Tempo, 2016). Di tahun berikutnya, free cash flow naik lagi dari tahun sebelumnya yang hanya 0.073 menjadi 0.079. Naiknya tingkat rata-rata free cash flow sebesar 8.2% tersebut disebabkan tumbuhnya produksi industri manufaktur di tingkat industri besar dan sedang (IBS) sebesar 4.74% (Bayu, 2017). Di tahun berikutnya, tahun 2018, rata-rata pergerakan laju free cash flow di industri manufaktur turun sebesar 6.3% dan sampai pada tingkat rasio 0.074. Penurunan ini

disebabkan salah satunya akibat melambatnya pertumbuhan produksi di hampir semua sektor di industri manufaktur (Kementerian Perindustrian, 2018:11-14). Pertumbuhan dan perlambatan di sektor manufaktur sedikit atau banyak memengaruhi tingkat aliran free cash flow industri, sebab free cash flow juga dihitung dari arus kas operasi perusahaan yang dikurangi biaya re-investasi lain (Surya, 2010).

4.1.2.3. Investment Opportunity Set (Set Kesempatan Investasi)

Penelitian ini menjadikan investment opportunity set (set kesempatan investasi) sebagai variabel independen kedua (X_2). Investment opportunity set dalam penelitian ini diproksikan melalui variabel *Market to Book Value of Equity* (MBVE). Sepanjang periode 2014-2018, peneliti mendapatkan data rata-rata investment opportunity set dari industri manufaktur adalah sebagai berikut.

Gambar 4.3
Perkembangan Investment Opportunity Set Tahun 2014-2018



Sumber: Data Diolah (2020)

Gambar 4.3 menunjukkan fluktuasi laju rata-rata investment opportunity set di industri manufaktur selama lima tahun, yaitu dari tahun 2014 hingga 2018. Sebagaimana terlihat di gambar 4.2, laju tertinggi investment opportunity set adalah sebesar 0.646 pada tahun 2016. Sedangkan titik terendah adalah pada tahun 2014 dengan nilai 0.393. Laju pertama investment opportunity set dari tahun 2014 ke 2015 naik sebesar 58.3% menjadi 0.622. Hal ini dikondisikan karena meningkatnya volume

perdagangan saham di hampir semua emiten manufaktur sepanjang tahun 2015 (data diolah, 2020). Kondisi pasar sekunder yang semakin membaik it terus berjalan hingga tahun 2016. Pergerakan investment opportunity set selama 2015-2016 melaju positif 3.9%. Namun setelah itu, laju rata-rata investment opportunity set di industri manufaktur menurun sebesar 18.1%. Kondisi ini disebabkan karena berkurangnya volume transaksi di pasar sekunder, meskipun harga saham di beberapa emiten terbilang stabil (data diolah, 2020). Kemudian di tahun berikutnya, rata-rata kinerja investment opportunity set dari industri manufaktur mencatatkan hasil positif dengan naik sebesar 4.9% atau setara dengan nilai rasio 0.555. Kondisi ini lagi-lagi juga disebabkan oleh naiknya volume transaksi perdagangan saham di sektor manufaktur. Perdagangan saham tersebut merupakan cerminan dari akumulasi dana yang dialokasikan untuk investasi bagi perusahaan dengan harapan pengembalian *return* yang lebih tinggi di masa mendatang. (Astriani, 2014:9)

4.1.2.4. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan variabel pemoderasi dalam penelitian ini, baik memoderasi hubungan antara free cash flow dengan kebijakan dividen maupun memoderasi hubungan antara investment opportunity set dengan kebijakan dividen. Kepemilikan insitusional diukur melalui rasio kepemilikan institusional sebagaimana telah diulas dalam bab metodologi penelitian. Dalam periode tahun 2014-2018, peneliti mendapatkan sebuah data kepemilikan institusional yang dapat dilihat pada gambar berikut.

Gambar 4.4
Perkembangan Kepemilikan Institusional Tahun 2014-2018



Sumber: Data Diolah (2020)

Gambar 4.4 menyajikan paparan grafik mengenai fluktuasi rasio kepemilikan institusional dari sampel emiten perusahaan manufaktur yang diamati selama periode 2014 hingga 2018. Adapun titik tertinggi dari jumlah rasio kepemilikan institusional adalah sebesar 0.660 di tahun 2017. Sedangkan titik terendah adalah jumlah rasio kepemilikan institusional sebesar 0.613 di tahun 2016. Sebagaimana tergambar di gambar 4.4, perkembangan kepemilikan institusional di tahun 2014 menuju 2015 turun sebesar 2.2%. Kemudian perkembangan rasio kepemilikan institusional dari tahun 2015 menuju 2016 turun sebesar 3.3%. Namun pada tahun berikutnya, di tahun 2017, rasio kepemilikan institusional naik sebesar 7.7% dengan jumlah sebesar 0.660. Kemudian, grafik tersebut turun sebesar 1.5% sampai pada titik 0.650. Fluktuasi yang cukup stabil dari rasio ini dengan hanya bergerak di antara angka 0.6 menunjukkan bahwa kepemilikan institusional di hampir semua emiten cukup stabil (data diolah, 2020). Peningkatan kepemilikan institusional di masing-masing emiten manufaktur dapat meminimalisir konflik agensi dengan meminimalisir biaya agensi (Wirahadi dan Septriani, 2008:48).

4.1.3. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik diterapkan dalam rangkan untuk melihat kondisi data penelitian sekaligus menentukan model analisis yang akan digunakan. Uji asumsi klasik yang akan diterapkan peneliti meliputi: uji normalitas, linieritas, multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

4.1.3.1. Uji Normalitas

Uji normalitas berfungsi untuk melihat distribusi sebuah data yang didapatkan mendekati hukum sebaran normal baku dari Gauss. Uji normalitas dalam penelitian ini akan menggunakan uji *kolmogrov-smirnov*. Jika memakai *Kolmogrov-Smirnov*, maka normalitas data dapat diketahui jika sig (p) \Rightarrow 0,05 (Nisfiannor, 2009:91-96). Jika nilai signifikansinya \Rightarrow 0.05, maka data tersebut dikatakan normal. Namun jika sebaliknya, jika nilai signifikan *kolmogrov-smirnov* $<$ 0.05, maka dapat diinterpretasikan bahwa data tersebut tidak normal. Hasil analisis uji normalitas masing-masing variabel dapat dilihat dalam tabel berikut.

Tabel 4.1
Uji Normalitas

Variabel	Dividen Payout Ratio	Free Cash Flow	Investment Opportunity Set	Kepemilikan Institusional
Asymp. Sig. (2-tailed)	.109	.564	.203	.082

Sumber: Data Diolah (2020)

Berdasarkan tabel output uji normalitas spss di atas, dapat diketahui bahwa nilai signifikansi dari Dividend Payout Ratio = 0.109 $>$ 0.05, Free Cash Flow = 0.564 $>$ 0.05, Invesment Opportunity Set = 0.203 $>$ 0.05, dan Kepemilikan Institusional = 0.082 $>$ 0.05. Dari keseluruhan data tersebut, terlihat bahwa nilai signifikansi dari masing-masing tabel lebih besar dari 0.05. Dengan demikian, data penelitian tersebut telah normal.

4.1.3.2. Uji Linieritas

Uji Linieritas bertujuan untuk mengetahui hubungan linier (garis lurus) antara variabel independen (Y) dengan variabel dependen (X) (Nisfiannor, 2009:92). Untuk mengetahui linieritas garis regresi, maka dapat peneliti menggunakan koefisien signifikansi. Apabila nilai signifikansi yang digunakan untuk menerima atau menolak hipotesis, maka nilai tersebut harus dibandingkan dengan nilai tingkat alpha yang digunakan (0,05 atau 0,01). Jika nilai signifikansi lebih tinggi daripada alpha yang digunakan, maka data tersebut dinyatakan linier (Sudarmanto, 2005:135). Berikut adalah hasil uji linieritas dari variabel uji penelitian ini.

Tabel 4.2
Uji Linieritas

	Sum of Squares	Df	Mean Square	Sig.
Dividen Payout Ratio*	0.092	1	.092	.239
Kepemilikan Institusional				

Sumber: Data Diolah (2020)

Berdasarkan tabel output spss di atas, nilai koefisien signifikansi dari linieritas adalah sebesar 0.239. Nilai tersebut tentu lebih besar dari nilai alpha yang sebesar 0.05. Dengan demikian, data penelitian ini dikatakan linier.

4.1.3.3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui adanya korelasi antarvariabel independen (Y) pada model regresi berganda. Korelasi antarvariabel lebih baik adalah yang memiliki korelasi kecil. Sebuah data dikatakan multikolinieritas jika nilai R^2 sangat tinggi, tetapi secara parsial, regresi antara variabel independen dengan variabel dependen tidak signifikan (Nisfiannor, 2009:92). Berikut adalah hasil uji multikolinieritas dengan software SPSS.

Tabel 4.3
Uji Multikolinieritas

R Square	Durbin Watson
.378	1.372

	t	Sig.
(Constant)	9.767	.000
Free Cash Flow	6.530	.000
Market Book Value of Equity	-3.463	.000

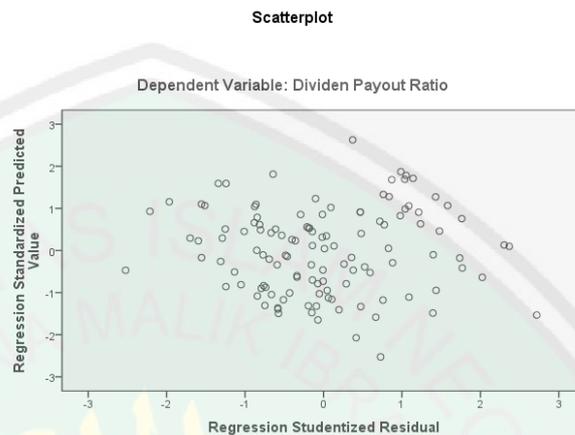
Sumber: Data Diolah (2020)

Dari paparan tabel 4.3 di atas, terlihat bahwa R^2 dari uji regresi berganda ini adalah 0.378. Sedangkan di sisi lain, regresi antara variabel independen dan dependen signifikan antara satu sama lain. Dengan demikian, maka data penelitian ini tidak ditemukan adanya multikolinieritas.

4.1.3.4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji ketidaksamaan variansi di antara data (*group*). Data yang diharapkan dalam sebuah penelitian adalah data yang tidak mengalami heteroskedastisitas. Data yang mengalami heteroskedastisitas dapat dilihat dari grafik plots antara nilai prediksi variabel terikat (dependen), yaitu ZPRED (sumbu X) dengan nilai residualnya, SRESID (sumbu Y). Jika tidak ada pola yang jelas dan teratur, serta titik-titik tersebut tersebar di atas dan di bawah angka 0, maka data tersebut tidak mengalami heteroskedastisitas (Nisfiannor, 2009:92). Berikut adalah gambar plot yang menjadi output dari uji heteroskedastisitas penelitian ini.

Gambar 4.5
Uji Heteroskedastisitas



Sumber: Data Diolah (2020)

Gambar 4.1 menunjukkan secara eksplisit bahwa titik-titik tersebut tersebar di atas dan di bawah garis 0 serta tidak ada pola yang terbentuk dan teratur. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa data tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas.

4.1.3.5. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi berfungsi untuk mengetahui korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t sebelumnya pada model regresi linier yang dipergunakan. Dalam model regresi yang baik adalah data yang tidak mengalami autokorelasi. (Nisfiannor, 2009:92) Untuk mendeteksi adanya autokorelasi, peneliti dapat menggunakan uji Durbin-Watson. Jika nilai statistik Durbin-Watson mendekati angka 2, maka dapat dinyatakan bahwa pengamatan tersebut tidak mengalami autokorelasi (Sudarmanto, 2005:143). Berikut di bawah ini merupakan hasil output uji autokorelasi.

Tabel 4.4
Uji Autokorelasi

R	R Square	Durbin-Watson
.707 ^a	.500	1.947

Sumber: Data Diolah (2020)

Berdasarkan paparan tabel 4.4 tentang output uji korelasi, peneliti mendapatkan nilai statistik Durbin-Watson dari penelitian ini adalah sebesar $1.947 \approx 2$. Dengan demikian, hasil nilai statistik yang mendekati angka 2 tersebut dapat disimpulkan data tersebut tidak mengalami autokorelasi.

4.1.4. Koefisien Determinasi (R^2)

Simbol R^2 dalam regresi dua variabel adalah ukuran kesesuaian antara hasil regresi dengan data atau hasil proporsi variasi total variabel terikat yang dijelaskan variabel bebas tunggal. Sedangkan dalam regresi tiga variabel, untuk mengetahui proporsi beberapa variabel terikat

dijelaskan melalui koefisien determinasi berganda atau R^2 . Nilai R^2 terletak di antara nilai 0 hingga 1. Nilai R^2 yang menunjukkan angka 1 berarti 100% total variasi variabel terikat ditafsirkan oleh garis regresi. (Mulyono, 2005:222). Dari hasil uji regresi linier berganda, peneliti memaparkan hasil koefisien determinasi (R^2) dari penelitian ini.

Tabel 4.5
Koefisien Determinasi

R	R Square
.614 ^a	.378

Sumber: Data Diolah (2020)

Dari tabel 4.5 mengenai koefisien determinasi dapat dilihat bahwa R^2 dari variabel Free Cash Flow dan Investment Opportunity Set memberikan pengaruh sebesar 37.8% terhadap kebijakan dividen. Sedangkan sisanya, yaitu sebesar 62.2% dari variabel kebijakan dividen dipengaruhi oleh variabel lain. Hal ini dapat dijelaskan melalui penelitian Dewasiri (2019), bahwa tidak hanya free cash flow dan investment opportunity set saja yang dapat memengaruhi variabel kebijakan dividen. Di sisi lain, kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh kebijakan dividen masa lalu, laba, profitabilitas, good corporate governance, ukuran perusahaan, dan pengaruh industri.

4.1.5. Uji Hipotesis

4.1.5.1. Uji T

Uji t digunakan untuk menguji tingkat hubungan antara variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Berdasarkan analisis regresi berganda uji t, maka berikut hipotesis beserta hasil uji t yang dilakukan oleh peneliti.

1. Hipotesis 1: *free cash flow* (arus kas bebas) berpengaruh signifikan dan positif terhadap Kebijakan Dividen. Uji hipotesis yang pertama adalah menguji pengaruh antara variabel free cash flow (arus kas bebas) terhadap kebijakan dividen.

Tabel 4.6
Uji T

	t	Sig.
(Constant)	11.816	.000
Free Cash Flow	7.229	.000

Sumber: Data Diolah (2020)

Dari hasil output SPSS di atas, dapat dilihat bahwa nilai signifikansi dari variabel free cash flow adalah $0.000 < 0.05$. Hasil ini tentu dapat membawa peneliti pada sebuah kesimpulan bahwa variabel free cash flow berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel kebijakan dividen. Dengan kata lain, hipotesis 1 diterima.

2. Hipotesis 2: *investment opportunity set* (set kesempatan investasi) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Uji hipotesis yang kedua adalah menguji pengaruh antara variabel *investment opportunity set* (set kesempatan investasi) terhadap kebijakan dividen.

Tabel 4.7
Uji T

	t	Sig.
(Constant)	13.095	.000
Investment Opportunity Set	-4.575	.000

Sumber: Data Diolah (2020)

Berdasarkan hasil output SPSS di atas, dapat dilihat bahwa nilai signifikansi dari investment opportunity set adalah $0.000 < 0.05$. Selain itu, jika diperhatikan nilai t berupa nilai negatif (-4.575). Artinya, hubungan interaksional yang dibangun antara variabel investment opportunity set dengan variabel kebijakan dividen berbanding terbalik atau negatif. Oleh karenanya, peneliti menyimpulkan bahwa variabel investment opportunity set berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel kebijakan dividen. Dengan kata lain, hipotesis kedua diterima.

4.1.5.2. Uji Moderating Regression Analysis (MRA)

Uji analisis ini digunakan untuk melihat apakah variabel pemoderasi mempengaruhi pengaruh antara variabel X (variabel independen/bebas) terhadap variabel Y (variabel dependen/terikat). Pengaruh ini selanjutnya dapat digunakan untuk mencari pengaruh variabel X terhadap variabel Y dan kemudian melihat apakah variabel mempengaruhi hubungan antara variabel X terhadap Y (Sugiyono, 2013:110). Berikut adalah hasil uji *moderating regression analysis* (MRA).

1. Hipotesis 3a: Kepemilikan Institusional (KI) dapat memoderasi pengaruh *Free Cash Flow* (Arus Kas Bebas) terhadap kebijakan dividen. Uji hipotesis ketiga adalah untuk mengetahui variabel kepemilikan institusional dalam memoderasi pengaruh free cash flow (arus kas bebas) terhadap kebijakan dividen.

Tabel 4.8
Uji MRA

	t	Sig.
(Constant)	.525	.601
Free Cash Flow	.453	.651
Kepemilikan Institusional	3.146	.002
MRA	1.189	.237

Sumber: Data Diolah (2020)

Berdasarkan hasil output SPSS di atas, dapat diamati bahwa nilai signifikansi dari variabel moderasi kepemilikan institusional yang dilambangkan dengan MRA adalah $0.0237 > 0.05$. Artinya, variabel kepemilikan insitusional tidak signifikan dalam memoderasi hubungan antara free cash flow dengan kebijakan dividen. Walhasil, hipotesis 3a ditolak.

2. Hipotesis 3b: Kepemilikan Institusional (KI) dapat memoderasi pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap Kebijakan Dividen. Uji hipotesis keempat adalah menguji kekuatan variabel kepemilikan institusional dalam memoderasi pengaruh investment opportunity set terhadap kebijakan dividen.

Tabel 4.9
Uji MRA

	t	Sig.
(Constant)	1.092	.277
Investment Opportunity Set	-1.041	.300
Kepemilikan Institusional	1.715	.089
MRA	.530	.597

Sumber: Data Diolah (2020)

Berdasarkan tabel 4.9 di atas, dapat diamati bahwa nilai signifikansi dari variabel kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi adalah sebesar $0.597 > 0.05$. Dengan demikian, maka variabel kepemilikan institusional tidak signifikan dalam memoderasi hubungan interaksional antara variabel investment opportunity set terhadap kebijakan. Walhasil, hipotesis 3b ditolak.

Kendati demikian, peneliti hendak mengungkapkan sebuah fakta bahwa hasil output tersebut bukanlah hasil mutlak yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional bukan sebagai variabel moderator. Akan tetapi, variabel kepemilikan institusional dapat memoderasi hubungan antara variabel free cash flow dan investment opportunity set secara parsial terhadap kebijakan dividen meski tidak sampai pada derajat signifikan (<0.05). Hal tersebut dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 4.10
Uji sebelum dan sesudah MRA

Unstandardized Coefficients (Beta)	Sebelum MRA	Sesudah MRA
Free Cash Flow	1.565	2.052
Investment Opportunity Set	-.247	.117

Sumber: Data Diolah (2020)

Dari dua tabel yang terlihat pada tabel 4.10, dapat dilihat bahwa ada perubahan antara sebelum dan sesudah dilakukan Uji *Moderated Regression Analysis* (MRA). Hal tersebut dapat dilihat dari nilai β dari sebelum dilakukan uji MRA yang terlihat melalui nilai β free cash flow dan investment opportunity set dan sesudah dilakukan uji MRA yang terlihat dari nilai β MRA1 (X1M) dan β MRA2 (X2M). Sebelum dilakukan uji MRA, nilai β free cash flow sebesar 1.565 dan nilai β investment opportunity set sebesar -0.247. Namun setelah dilakukan uji MRA, nilai β free cash flow yang berinteraksi dengan variabel kepemilikan institusional naik menjadi 2.052, sedangkan β investment opportunity set yang berinteraksi dengan variabel kepemilikan institusional juga naik menjadi 0.117. Perubahan nilai β pada masing-masing variabel menunjukkan bahwa uji sebenarnya variabel kepemilikan institusional dapat menguatkan pengaruh free cash flow dan investment opportunity set secara parsial terhadap kebijakan dividen meski tidak sampai pada derajat signifikan.

4.2. Pembahasan

Penelitian ini membahas tentang pengaruh free cash flow terhadap kebijakan dividen, investment opportunity set terhadap kebijakan dividen, dan kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi (secara parsial) antara free cash flow dan investment opportunity set terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini juga menggunakan data sekunder berupa laporan

tahunan dari emiten industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2018.

4.2.1. Pengaruh Free Cash Flow (Arus Kas Bebas) Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji hipotesis yang telah dilakukan, variabel free cash flow dihitung melalui rumus arus kas operasi yang dikurangi investasi dalam modal operasi. Setelah itu nilai hasil hitung tersebut dibagi total asset (Rosdini, 2009). Rumus ini secara matematis sudah dipaparkan di bab metodologi penelitian. Hasil analisis dari uji hipotesis pertama menyatakan secara eksplisit bahwa variabel free cash flow berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur. Hasil tersebut diambil dari hasil uji T yang menyatakan nilai signifikansi variabel free cash flow sebesar $0.000 < 0.05$. Hal ini sejalan dengan penelitian Suartawan dan Yasa (2016) dan Devi (2019) yang menemukan adanya pengaruh positif *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Temuan yang sama di luar negeri dalam penelitian Andres, et al. (2009) yang mengemukakan fakta bahwa rata-rata perusahaan di Jerman menggunakan basis arus kas dalam memutuskan kebijakan dividen perusahaannya. Dewasiri, et al. (2019) memasukkan *free cash flow* (arus kas bebas) sebagai salah satu determinan dalam menentukan kebijakan dividen.

Temuan peneliti tersebut sejalan dengan argumentasi ilmiah yang diajukan Brealey, et al. (2006), bahwa *free cash flow* adalah kas yang tidak dioperasikan atau tidak diinvestasikan ulang oleh perusahaan. Strategi peningkatan arus kas juga dapat menekan konflik keagenan yang muncul akibat kekhawatiran kedua belah pihak, baik antara pemegang saham dan manajer sendiri. Selanjutnya, kenaikan arus kas bebas tersebut dapat didistribusikan dalam bentuk dividen agar menekan konflik tersebut (Sutanto, et al., 2017). Perusahaan-perusahaan yang memiliki arus kas bebas cenderung mendapatkan tekanan dari pemegang saham untuk membagikan dividen. Besaran aliran kas bebas yang didistribusikan kepada pemegang

saham dalam bentuk dividen menjadi sebuah indikator bahwa manajer menempatkan kepentingan pemegang saham sebagai sebuah prioritas (Jensen dalam Wirahadi dan Septriani, 2008:48). Mengenai manfaatnya sendiri, Brigham (dalam Surya, 2010) menuturkan ada lima manfaat arus kas bebas: a) membayar biaya pinjaman beserta bunganya pada kreditur, b) mendistribusikan dividen kepada pemegang saham, c) membeli kembali (*buy back*) saham dari pemegang saham, dan d) membeli surat berharga dan aset non-operasional lainnya. Dengan adanya hasil analisis, dukungan penelitian, dan teori-teori yang ada, maka hipotesis 1 yang menyatakan bahwa free cash flow berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen diterima.

Besaran jumlah free cash flow suatu emiten perusahaan dapat dijadikan indikator bagi investor dalam menganalisis kebijakan dividen industri manufaktur. Apabila jumlah free cash flow tinggi, maka besar kemungkinan kebijakan dividen akan dibagikan kepada investor. Demikian sebaliknya, jika besaran free cash flow sedikit, maka kecil kemungkinan dividen akan dibagikan kepada investor.

Arus kas bebas dalam tinjauan Islam masuk dalam kajian *al-mal* atau harta. Dalam perspektif Islam, harta memiliki nilai sosial di samping material yang harus dieksplorasi untuk kemaslahatan umum. Hal ini sebagaimana tersurat dalam al-Baqarah ayat 177:

... وَعَاتَى الْمَالَ عَلَىٰ حُبِّهِ ذَوِي الْقُرْبَىٰ وَالْيَتَامَىٰ وَالْمَسْكِينِ وَالْأَبْنَاءَ السَّيِّئِينَ
وَالسَّائِلِينَ وَفِي الرِّقَابِ ...^{١٧٧}

“...dan memberikan harta yang dicintainya kepada kerabatnya, anak-anak yatim, orang-orang miskin, musafir (yang memerlukan pertolongan) dan orang-orang yang meminta-minta; dan (memerdekakan) hamba sahaya...” (QS. Al-Baqarah [2]:177)

Sesuai dengan perintah al-Qur`an tersebut, arus kas bebas disebut dengan terminologi *al-mal*. *Al-mal* secara global merujuk pada sesuatu yang disukai manusia (harta duniawi). Pengelolaan harta (*al-mal*) tersebut

bertujuan untuk menyejahterakan kehidupan di bumi dan menjadi sarana pengabdian kepada Allah Swt. (Syahatah, 2001:116-117).

Selain itu, Allah juga berfirman dalam surah an-Nisa` ayat 29:

يٰۤاَيُّهَا الَّذِيْنَ ءَامَنُوْا لَا تَأْكُلُوْا اَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ اِلَّا اَنْ تَكُوْنَ بَحْرَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوْا اَنْفُسَكُمْ اِنَّ اللّٰهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيْمًا ۙ

“Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu; sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu” (QS. An-Nisa` [4]:29)

Dalam terminologi *al-mal* di atas, harta (al-mal) secara eksplisit Allah Swt. melarang penggunaannya di dalam aktivitas perdagangan atau operasional yang dilarang syari’ah (Al-Mahalli dan Suyuthi, 2007:70). Dengan demikian, sangat tepat jika arus kas bebas (*al-mal*) dibagikan kepada para pemegang saham yang tentu memuat unsur maslahat, baik demi perusahaan maupun bagi para pemegang saham sendiri.

4.2.2. Pengaruh Investment Opportunity Set (Set Kesempatan Investasi) Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji hipotesis yang telah dilakukan, variabel investment opportunity set diproksikan dengan *Market To Book Value of Equity* (MBVE). Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel investment opportunity set berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen industri manufaktur periode 2014-2018. Pernyataan ini merupakan hasil analisis dari nilai signifikansi investment opportunity set sebesar $0.000 < 0,05$ dan nilai t yang menunjukkan nilai negatif, yaitu -4.575. Hasil penelitian ini sejalan dengan Mawarni dan Ratnadi (2014), Hussain dan Usman (2013), Natalia (2013), dan Yudiana dan Yadnyana (2016) yang menyatakan bahwa pengaruh investment opportunity set terhadap kebijakan dividen adalah signifikan negatif. Hasil temuan tersebut juga linier dengan pernyataan Surhali (2007) yang menyatakan bahwa pihak manajemen perusahaan sering memilih untuk menginvestasikan labanya atau IOS

daripada dibagikan dalam bentuk dividen. Dengan demikian, tingginya peluang investasi yang *profitable* (menguntungkan) sebuah perusahaan kontradiksi dengan rasio pembayaran dividen perusahaan. Artinya peluang investasi yang tinggi akan cenderung meminimalisir pembayaran dividen tunai.

Kesempatan investasi atau *Investment opportunity set* (IOS) merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan net present value positif (Myers dalam Natalia, 2013:7). Fitria Sari (2010) menjelaskan bahwa *Investment opportunity set* (IOS) adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan asset dan ekuitas. Nilai *Investment opportunity set* (IOS) sendiri menurut Kole (dalam Norpratiwi, 2004:6) ditentukan oleh pengeluaran-pengeluaran pada masa mendatang (*future discretionary expenditure*) yang menjadi opsi investasi pada saat ini. Tentunya, opsi investasi tersebut dapat menjadi lumbung *return* yang lebih tinggi bagi sebuah perusahaan. Secara ringkas, IOS merupakan sejumlah dana yang dialokasikan untuk investasi bagi perusahaan dengan harapan pengembalian *return* yang lebih tinggi di masa mendatang (Astriani, 2014:9). Berdasarkan hasil analisis, teori-teori yang relevan, dan kesamaan hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis 2 yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen diterima.

Besaran nilai *investment opportunity set* yang diprosikan melalui *Market to Book Value of Equity* (MBVE) dapat menjadi landasan keputusan strategis bagi investor untuk menganalisis kebijakan dividen sebuah emiten. Jika nilai *Market to Book Value of Equity* (MBVE) tinggi, maka kemungkinan besar kebijakan dividen sebuah emiten tidak akan dibagikan. Namun sebaliknya, jika *Market to Book Value of Equity* (MBVE) rendah, maka kebijakan dividen sebuah perusahaan kemungkinan besar akan dibagikan.

Konsep investment opportunity set yang cenderung memilih opsi investasi dibandingkan dengan membagikan dividen merupakan opsi yang bagus bagi sebuah perusahaan besar. Konsep investasi tersebut sama persis dengan takwil mimpi yang disampaikan oleh Nabi Yusuf AS. kepada Raja Mesir saat itu. Hal itu terekam baik dalam surah Yusuf ayat 47-49:

قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأْبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تَأْكُلُونَ ۗ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعُ شِدَادٍ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تُحْصِنُونَ ۗ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ عَامٌ فِيهِ يُعَاثُ النَّاسُ وَفِيهِ يَعْرِضُونَ ۙ

“(47) Yusuf berkata: “Supaya kamu bertanam tujuh tahun (lamanya) sebagaimana biasa; maka apa yang kamu tuai hendaklah kamu biarkan dibulirnya kecuali sedikit untuk kamu makan. (48) Kemudian sesudah itu akan datang tujuh tahun yang amat sulit, yang menghabiskan apa yang kamu simpan untuk menghadapinya (tahun sulit), kecuali sedikit dari (bibit gandum) yang kamu simpan. (49) Kemudian setelah itu akan datang tahun yang padanya manusia diberi hujan (dengan cukup) dan dimasa itu mereka memeras anggur” (QS. Yusuf [12]:47-49)

Ibn ‘Asyur (tt:286) dalam tafsirnya -at-Tahrir wa at-Tanwir- memaparkan bahwa ayat di atas menganjurkan untuk memilih investasi demi kemaslahatan umat yang lebih besar. Tentunya, konsep tersebut dengan memandang bahwa ada harapan keuntungan yang lebih besar di masa mendatang. Dengan seperti itu konsep investasi yang digagas oleh Nabi Yusuf sangat menyerupai teori *Investment opportunity set* yang digagas oleh Myers.

Selain itu, implementasi dalam tataran empiric pada kesempatan investasi juga terekam dalam firman Allah Swt. surah at-Taubah ayat 34:

... وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يُنفِقُوهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ ۝٣٤

“Dan orang-orang yang menyimpan emas dan perak dan tidak menafkahkannya pada jalan Allah, maka beritahukanlah kepada mereka, (bahwa mereka akan mendapat) siksa yang pedih.” (QS. At-Taubah [9]:34)

Sesuai dengan perintah al-Qur`an yang termaktub di atas, arus kas bebas yang merepresentasikan keuntungan operasional perusahaan tidak seharusnya didiamkan atau ditimbun, tetapi harus diinvestasikan baik secara

duniawi (dalam bentuk investasi) atau secara ukhrawi (sedekah, infaq, dsb). Dalam Islam sendiri, terdapat banyak opsi investasi yang telah disediakan oleh Allah Swt. dengan tujuan agar modal atau harta tersebut tidak beku. (Munir dan Djalaluddin, 2006:109-111)

4.2.3. Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi Free Cash Flow dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji hipotesis yang telah dilakukan, variabel kepemilikan institusional dihitung dengan menggunakan rasio kepemilikan institusional yang dibagi total saham. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai signifikansi dari variabel pemoderasi kepemilikan institusional adalah $0.0237 > 0.05$. Artinya, variabel kepemilikan insitusional tidak signifikan dalam memoderasi hubungan antara free cash flow dengan kebijakan dividen. Begitu pula dengan kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi investment opportunity set terhadap kebijakan dividen. Hasil analisis menyatakan bahwa rasio kepemilikan institusional tidak signifikan dalam memoderasi pengaruh variabel investment opportunity set terhadap kebijakan dividen. Pernyataan ini dibuktikan dengan hasil uji t yang menunjukkan nilai signifikansi variabel pemoderasi kepemilikan institusional sebesar $0.597 > 0.05$. Kendati demikian, peneliti hendak menyatakan bahwa melalui uji sebelum dan sesudah dilakukan uji MRA pada tabel 4.10 terlihat bahwa ada perubahan nilai β yang menunjukkan bahwa terjadi interaksi (efek moderasi) di antara variabel free cash flow dan investment opportunity set terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan perubahan nilai β tersebut, variabel kepemilikan institusional dapat memoderasi (menguatkan) pengaruh variabel free cash flow dan investment opportunity set terhadap kebijakan dividen, meski tidak sampai pada derajat signifikan (<0.05).

Hasil penelitian ini linier dengan penelitian Ridho (2014), Sari dan Budiasih (2016), dan Wongso (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Dalam penelitian-penelitian tersebut, variabel kepemilikan institusional tetap dapat memberi pengaruh meski tidak signifikan. Selain itu, dalam temuannya dikemukakan fakta tambahan bahwa terkadang pihak manajer cenderung tidak melihat kepemilikan institusional dalam mengambil kebijakan untuk membagikan dividen atau tidak. Sejalan dengan fakta tersebut, variabel kepemilikan institusional belum terlalu signifikan untuk menekan konflik agensi antara kepentingan pemangku saham dan pihak manajer. Dengan mendasarkan pada hasil temuan yang linier dengan hasil penelitian terdahulu dan teori-teori yang relevan, maka hipotesis 3a dan 3b yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat memoderasi pengaruh free cash flow terhadap kebijakan dividen dan kepemilikan institusional dapat memoderasi investment opportunity set terhadap kebijakan dividen ditolak.

Implikasi dari temuan ini adalah investor disarankan untuk memperhatikan besaran tingkat kepemilikan institusional dalam menganalisis kebijakan dividen, baik dengan mendasarkan dengan jumlah free cash flow atau investment opportunity set. Meskipun tidak signifikan dalam memberikan efek moderasi secara signifikan, namun perlu diketahui bahwa kepemilikan institusional dapat memperkuat kebijakan dividen perusahaan dengan jumlah arus kas bebas atau investment opportunity set tertentu.

Dalam kajian keislaman, kepemilikan institusional dipandang sebagai salah satu cara dalam penyelesaian konflik agensi. Upaya untuk menyelesaikan konflik agensi tersebut adalah dengan melimpahkan amanah (kepercayaan) kepada institusi untuk melakukan *monitoring* terhadap pihak manajemen. Nilai amanah yang harus dilaksanakan oleh pihak institusi tersebut terekam melalui firman Allah Swt. QS. Al-A'raf ayat 68:

أُبَلِّغُكُمْ رِسَالَاتِ رَبِّي وَأَنَا لَكُمْ نَاصِحٌ أَمِينٌ^{٦٨}

“Aku menyampaikan amanat-amanat Tuhanmu kepadamu dan aku hanyalah pemberi nasehat yang terpercaya bagimu” (QS. AL-A'raf [8]:68)

Firman Allah Swt. di atas secara eksplisit merupakan bentuk perintah kepada pihak yang diberikan amanah –dalam hal ini institusi tersebut- untuk menjaga amanahnya, mengingat hal itu juga merupakan amanah dari Allah Swt (Salamah, 2018:30).

Selain upaya dalam menjaga amanah, kepemilikan institusional juga mengemban peran sebagai *mushlih* (pendamai konflik) antara pihak pemegang saham dan manajemen. Upaya-upaya penyelesaian konflik tersebut sering disebut dengan *ishlah*. Dalam al-Qur`an, Allah Swt. telah memasukkan komunitas atau institusi yang terbaik adalah yang bisa menyelesaikan konflik-konflik antar manusia. Firman tersebut termaktub dalam al-Qur`an surah an-Nisa` ayat 114:

﴿لَا خَيْرَ فِي كَثِيرٍ مِّن نَّجْوَاهُمْ إِلَّا مَنْ أَمَرَ بِصَدَقَةٍ أَوْ مَعْرُوفٍ أَوْ إِصْلَاحٍ
بَيْنَ النَّاسِ وَمَن يَفْعَلْ ذَلِكَ ابْتِغَاءَ مَرْضَاتِ اللَّهِ فَسَوْفَ نُؤْتِيهِ أَجْرًا
عَظِيمًا ۝١١٤﴾

“Tidak ada kebaikan pada kebanyakan bisikan-bisikan mereka, kecuali bisikan-bisikan dari orang yang menyuruh (manusia) memberi sedekah, atau berbuat ma`ruf, atau mengadakan perdamaian di antara manusia. Dan barangsiapa yang berbuat demikian karena mencari keridhaan Allah, maka kelak Kami memberi kepadanya pahala yang besar”. (QS. An-Nisa` [4]:114)

Dari ayat di atas, peneliti menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional -atau dalam terminologi di al-Qur`an adalah *najwa*- yang terbaik adalah yang berbuat kebajikan serta mendorong perbaikan atau perdamaian (*ishlah*) di antara manusia. (Al-Mahalli dan Suyuthi, 2007:189)

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah diulas pada bab IV mengenai pengaruh free cash flow dan investment opportunity set terhadap kebijakan dividen yang dimoderasi oleh kepemilikan institusional, maka peneliti dapat menarik beberapa poin kesimpulan berikut.

1. Free cash flow (arus kas bebas) berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Artinya semakin besar jumlah free cash flow perusahaan, maka semakin besar kemungkinan dividen dibagikan. Dan sebaliknya, jika free cash flow (arus kas bebas) perusahaan semakin sedikit, maka semakin kecil kemungkinan dividen akan dibagikan. Temuan ini membawa implikasi bahwa investor dapat menjadikan basis free cash flow sebagai pijakan dalam berinvestasi kepada perusahaan tertentu. Sedangkan perusahaan dapat menggunakan arus kas bebas dalam menentukan besaran kebijakan dividen perusahaan.
2. Investment opportunity set (set kesempatan investasi) berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, dapat diartikan bahwa semakin kecil jumlah investment opportunity set, maka semakin besar kemungkinan dividen akan dibagikan. Begitu pula sebaliknya, jika investment opportunity set semakin besar maka semakin kecil kemungkinan dividen dibagikan. Temuan ini membawa implikasi bahwa ketika investor dapat mempertimbangkan keputusan investasinya jika mendapatkan temuan bahwa nilai investment opportunity set emiten yang dituju tinggi. Sedangkan bagi perusahaan dapat memilih investment opportunity set jika dividen perusahaan tidak dibagikan pada tahun tersebut untuk meningkatkan tingkat *return* investasi perusahaan di masa mendatang.

3. Kepemilikan institusional mampu memoderasi secara parsial pengaruh free cash flow (arus kas bebas) dan investment opportunity set (set kesempatan investasi) terhadap kebijakan dividen, namun tidak signifikan. Pengaruh moderasi yang dihasilkan dari kepemilikan institusional adalah sedikit memperkuat pengaruh free cash flow (arus kas bebas) dan investment opportunity set (set kesempatan investasi) terhadap kebijakan dividen secara parsial. Implikasi temuan ini adalah kepemilikan institusional dapat meminimalisir konflik agensi antara pihak pemegang saham dan pihak manajemen meski tidak signifikan. Dengan demikian, peningkatan tingkat kepemilikan institusional dapat menjadi alternatif untuk mengurangi *agency cost* (biaya agensi) perusahaan berupa biaya monitoring terhadap keputusan dan kinerja pihak manajemen perusahaan.

5.2. Saran

Berdasarkan hasil penelitian, peneliti memberikan saran dan rekomendasi bagi pihak-pihak terkait sebagai berikut.

1. Bagi investor

Investor hendaknya melakukan perhitungan secara matang terhadap tingkat free cash flow (arus kas bebas) dan set investment opportunity (set kesempatan investasi) sebelum berinvestasi di emiten tertentu. Analisis tersebut untuk mengukur tingkat kemungkinan dividen perusahaan dibagikan.

2. Bagi perusahaan

Manajer perusahaan sebaiknya mempertimbangkan kebijakan dividen yang akan diambil berdasarkan jumlah free cash flow (arus kas bebas) dan investment opportunity set (set kesempatan investasi) dengan baik. Kebijakan dividen yang diambil secara tepat cenderung dapat memberi stimulus terhadap investor agar tetap menanamkan sahamnya di perusahaan tersebut.

3. Bagi peneliti selanjutnya

Peneliti selanjutnya dapat mengganti bentuk variabel rasio dari kebijakan dividen, free cash flow, investment opportunity set, dan kepemilikan institusional dengan bentuk variabel non-rasio. Selain itu, peneliti selanjutnya juga dapat menambah variabel-variabel penelitian lainnya dengan objek sektor atau subsektor yang berbeda.



DAFTAR PUSTAKA

- Abdelsalam, Omneya, El-Masry, Ahmed, Elsegini, Sabri. (2008). Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies In An Emerging Market: Further Evidence From CASE 50. *Managerial Finance*, 32 (12), 953-964
- Aga, Nugroho Saputro, Syafruddin, Muchammad. (2012). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance Terhadap Agency Cost. *Diponegoro Journal Accounting*.
- Alamsyah, Agus Rahman, Muchlas, Zainul. (2018). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, Dan IOS Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di BEI. *Jurnal JIBEKA*, 2 (1), 9-16
- Al-Mahalli, Imam Jalaluddin, as-Suyuti. (2007). *Tafsir Jalalain*, Terjemah Oleh Bahrin Abubakar. Bandung: Sinar Baru Algensindo.
- Anam, Budi Safatul, Arfan, Muhammad, Shabri, M. (2016). Pengaruh Profitabilitas dan Set Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Magister Akuntansi Pascasarjana Universitas Syiah Kuala*, 20-29.
- Andres, C., Batzer, A., Goergen, M., Renneboog, L. (2009). Dividend policy of German firms: a panel data analysis of partial adjustment models. *The Journal of Empirical Finance*, 16(2), 175-187.
- Andriyanti, Lina, Wirakusuma, Made Gede. (2014). Good Corporate Governance Memoderasi Profitabilitas, Leverage, Arus Kas Bebas Dengan Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 8 (2), 245-262.
- Anonim. *Perusahaan Manufaktur (kimia, konsumsi, dan aneka industri)*, diakses dari <https://www.sahamok.com/perusahaan-manufaktur-di-bei/> pada 8 Maret 2020 pukul 9:31.
- Anonim. (2016). *Industri Manufaktur Makin Melaju Pada Akhir 2016*, diakses dari <https://bisnis.tempo.co/read/800945/industri-manufaktur-makin-melaju-pada-akhir-2016/full&view=ok> pada 8 Maret 2020 pukul 10.00.
- Arikunto. (2006). *Metode Penelitian: Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktek*. Jakarta: PT. Rineka Cipta.

- Astriani, Eno Fuji. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Investment opportunity set Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen Keuangan*, 22-26.
- Azhagiaah, R., Priya, S. (2008). The Impact of Dividend Policy on Shareholder's Wealth. *International Research Journal of Finance and Economics*, 2 (1) 181-187.
- Badan Pusat Statistik. (2019). *Perkembangan Indeks Produksi Industri Manufaktur*. Jakarta: CV. Kemsiro Berkarya.
- Bayu, Dimas Jarot. *Industri Manufaktur 2017 Tumbuh 4.7%, Makanan Jadi Penyumbang Utama*, diakses dari <https://katadata.co.id/berita/2018/02/01/industri-manufaktur-2017-tumbuh-474-makanan-jadi-penyumbang-utama> pada tanggal 9 Maret 2020 pukul 19:44.
- Brigham dan Houston. (2010). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Buku Satu. Edisi Sebelas*. Jakarta: Salemba Empat
- Brigham, Eugene F, dan Joel F. Houston. (2001). *Manajemen Keuangan. Buku 2. Edisi 8*. Jakarta: Erlangga.
- Buchdadi, Agung Dharmawan, Valdi Hadistira, Destria Kurnianti. (2019). Pengaruh Board Size, Board Independence Dan Ownership Structure Terhadap Kebijakan Dividen Pada Sektor Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Periode 2012-2016. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, 10 (1).
- Bursa Efek Indonesia. (2018). *IDX Annual Statistic* (pp. 30-42), Jakarta. Diperoleh tanggal 1 Desember 2019 dari <https://idx.co.id/media/4842/idx-annual-statistics-2018.pdf>
- Cahyani, Krisnati Adi. (2014). Analisis Perbedaan Dividen Pada Perusahaan Keluarga dan Non Keluarga Berdasarkan Kepemilikan Ultimat. *Jurnal Ekonomi Akuntansi*, (26).
- Christiawan, Jogi, Yulius, Tarigan, Josua. (2007). Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9 (1).
- Darmawati, dkk. (2005). Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. 2 (1), 65-81.
- Devi, Novia Sandra. (2019). Pengaruh Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, Kebijakan Hutang, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Periode 2014-2017. *STIE Perbanas Surabaya*, 2 (3), 24-26.

- Dewasiri, N. Jayantha, Banda, Weerakoon, Yatiwelle, Korallalage, Azeez, Athambawa Abdul, Jayarathne, P.G.S.A., Kuruppuarachchi, Duminda Weerasinghe, V.A. (2019). Determinants of Dividend Policy: Evidence From An Emerging And Developing Market. *Managerial Finance*. Diperoleh tanggal 2 Januari 2020 dari <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>.
- Dewi, Sisca Christianty. (2008). Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 10 (1), 47-58.
- Dharmastuti, Christiana Fara. (2013). Analisis Pengaruh Mekanisme Internal dan External Corporate Governance terhadap Profitabilitas dan Kebijakan Dividen Perusahaan. *Jurnal Organisasi dan Manajemen*. 9 (1), 21-30.
- Diana, Ilfi Nur. (2007). *Hadits-Hadits Ekonomi*. Malang: UIN-Press Malang.
- Dwijayanto, Andy dan Indrastiti. *Dividen Bisa Kerek Indeks Hingga Mei*, diakses dari <https://investasi.kontan.co.id/news/dividen-bisa-kerek-indeks-hingga-mei> pada 9 Maret 2020 pukul 17:19.
- Fajaria, Ardina Zahrah. (2015). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan. *Skripsi*. STIE Perbanas Surabaya.
- Farisah, Nur. (2015). Pengaruh Investment Opportunity Set, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Dan Debt Equity Ratio terhadap Dividend Payour Ratio Pada Perusahaan Sektor Real Estate dan Property Yang Terdaftar Di BEI. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
- Firth, M, Jin Gao, Shen, Jianghua, Zhang, Yuanyuan. (2016). Institutional Stock Ownership and Firms Cash Dividend Policies: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 65, 91-107
- Gumanti, Tatang Ary. (2013). *Kebijakan Dividen: Teori, Empiris, dan Implikasi*. Yogyakarta: UPP STIM YPKN.
- Halim, Abdul. (2005). *Analisis Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Halim, Junaedi Jauwanto. (2013). Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Kebijakan Dividen Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Periode 2008-2011. *Skripsi*. Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya.
- Haqi, Mutiara Nurul. (2018). Pengaruh Investment Opportunity Set Dan Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kualitas Laba. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Unpas Bandung.

- Hartono, Jogyanto. (2003). *Metode Penelitian Bisnis. Edisi Keenam*. Yogyakarta: Universitas Gajah Mada.
- Hartono, Jogyanto. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Hery. (2013). *Rahasia Pembagian Dividen & Tata Kelola Perusahaan*. Yogyakarta: Penerbit Gava Media.
- Hussain, Muzammil dan Usman, Muhammad. (2013). Investment Opportunities and Dividend Yield (Evidence from KSE). *International Journal of Multidisciplinary Sciences And Engineering*. 4 (11), 12-16.
- Ibn 'Arabi, Abu Bakar. (2003). *Ahkam al-Qur'an Ibn Arabi Juz 1*. Beirut: Dar al-Kutub al-'Ilmiyyah.
- Ibnu 'Asyur, Muhammad al-Thahir. *Tafsir at-Tahrir wa at-Tanwir*. Tunisia: Dar Shuhnun li al-Nasyr wa al-Tauzi'.
- Iryuliawati. (2013). Pengaruh Free cash flow Terhadap Dividend Policy Pada Perusahaan LQ45 di Indonesia. *Skripsi*. Fakultas Ilmu Sosial Dan Ilmu Politik Universitas Lampung Bandar Lampung.
- Jafar, Wasliana. (2014). Pengaruh Intellectual Capital terhadap Profitabilitas Keuangan dan Capital Gain Saham Perusahaan (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2012). *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin Makassar.
- Jayanti, Ida Setya Dwi, Puspitasari, Febriyanti, Ayu. (2017). Struktur Kepemilikan Dan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *The Indonesian Journal of Applied Business*, 1, (1).
- Karyono. (2006). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Penyebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.
- Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. (2018). *Analisis Perkembangan Industri Edisi IV – 2018*. Jakarta: Pusdatin Kemenperin.
- Kementrian Perindustrian Republik Indonesia. (2018). *Peluang Pasar Produk Industri 4.0: Hasil Analisis Informasi Perkembangan dan Peluang Pasar 2018*. Pusdatin Kemenperin.
- Kodrat, David Sukardi dan Cristian Herdinata. (2009). *Manajemen Keuangan: Based On Empirical Research*. Yogyakarta: Graha Ilmu.

- Kurniawati, Lita, Manulu, Sahala, Octavianus, Rony Joyo Negoro. (2015). Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen dan Harga Saham. *Jurnal Manajemen*, 15 (1).
- 19Listiana, Nourma. (2011). Likuiditas Pasar Saham dan Asimetri Informasi di Seputar Pengumuman Laba Triwulan. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
- Mardiyanto, Handono. (2009). *Inti Sari Manajemen Keuangan*. Jakarta: Gramedia Widiasarana Indonesia.
- Martono, Harijoto, Agus. (2010). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Mawarni, Luh, Indah, Fajarini Ratnadi, Ni Made Dwi. (2014). Pengaruh Kesempatan Investasi, Leverage dan Likuiditas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 9 (1), 200-208.
- Mediatanto, G. (2016). Pengaruh Arus Kas Operasi, Arus Kas Bebas, Rasio Leverage dan Rasio Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Jakarta: Fakultas Ekonomi dan Bisnis UIN Syarif Hidayatullah Jakarta.
- Mulyono, Sri. (2005). *Statistika Untuk Ekonomi*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi UI.
- Munir, Misbahul, Djalaluddin, A. (2006). *Ekonomi Qur'ani: Doktrin Reformasi Ekonomi Islam dalam Al-Qur'an*. Malang: UIN Malang Press.
- Natalia, Desy. (2013). Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *Skripsi*. Universitas Negeri Padang.
- Ngurah, Utama, P.S.P., Gayatri. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Investment opportunity set dan Free cash flow pada Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi*, 22 (2), 976-1003.
- Nisfiannor, Muhammad. (2009). *Pendekatan Statistik Modern Untuk Ilmu Sosial*. Jakarta: Salemba Humanika.
- Norpratiwi, Agustina. (2004). Analisis Korelasi Investment opportunity set Terhadap Return Saham. *Jurnal Manajemen Keuangan*, 2 (3), 35-37.
- Pradana, Salvatore, Lingga, Wika, Sanjaya, I Putu Sugiarta. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Free cash flow, dan Investmnet Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di BEI). *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 21 (1), 113-124.

- Prasetio, D. A., & Suryono, B. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set terhadap Dividen Payout Ratio. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5, 1–19.
- Puspitasari, Novia Ayu. (2014). Faktor-Faktor yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.
- Puteri, Paramitha Anggia dan Abdul Rohman. (2012). Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set dan Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kualitas Laba Dan Nilai Perusahaan. *Diponegoro Journal Of Accounting*, 1 (2).
- Putri, Imanda F., Nasir, Mohammad. (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Proceeding*. Simposium Nasional Akuntansi IX Padang, 1-25.
- Ridho, Muhammad. (2014). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Investment Opportunity Set (IOS) Dan Rasio Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Dinamika Ekonomi & Bisnis*, 11 (2), 183-198.
- Riyadhoh, S., Andini, R., & Paramita, P. D. (2018). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating (pada Perusahaan Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2016). *Journal of Accounting*. 4(4).
- Rosdini, D. (2009). Pengaruh free cash flow terhadap Dividend Payout Ratio. *Department of accounting. Universitas Padjajaran. Bandung*.
- Salamah, Robiatus. (2018). Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Penghindaran Pajak Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di LQ45. *Skripsi*. UIN Maulana Malik Ibrahim Malang.
- Sari, Ni Komang Ayu Purnama, Budiasih, I Gusti Ayu Nyoman. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Udayana*, 15 (3), 2439-2466.
- Sartika, Dewi, Fidiana. (2015). Moderasi Kepemilikan Institusional terhadap Hubungan Perencanaan Pajak dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 4 (12).
- Sartono, Agus R. (2010). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi. Edisi Empat*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.

- Sasongko, Hendro dkk. (2012). Analisis Pengaruh Aliran Kas Bebas Positif dan Negatif, Dividend an Leverage Terhadap Nilai Pemegang Saham. *Jurnal Ilmia Ranggagading*, 12 (1), 72-81.
- Siagian, Sondang P. (2011). *Manajemen Sumber Daya Manusia*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Siaran Pers Kementrian Perindustrian Republik Indonesia. (2019). *5 Tahun Jokowi-JK, Kinerja Industri Manufaktur Masih Melaju*, diakses tanggal 1 Desember 2019 dari <https://kemenperin.go.id/artikel/21162/5-Tahun-Jokowi-JK,-Kinerja-Industri-Manufaktur-Masih-Melaju>.
- Sjahrial, Dermawan. (2007). *Manajemen Keuangan*. Mitra Wacana Media: Jakarta.
- Suartawan, I Gusti Ngurah, Adi, Putu, Yasa, Gerianta Wirawan. (2016). Pengaruh Investment opportunity set Dan Free cash flow Pada Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 14 (3), 2014-2044.
- Sudana, I Made. (2011). *Manajemen Keuangan Teori & Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Sudarmanto, R. Gunawan. (2005). *Analisis Regresi Linier Ganda Dengan SPSS*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Sugiyono. (2008). *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: CV Alfabeta.
- Suharli, Michell. (2007). Pengaruh Profitability dan Investment opportunity set Terhadap Kebijakan Deviden Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 9 (1), 9-17.
- Sujarweni, V. Wiratna, Endrayanto, Poly. (2012). *Statistika Untuk Penelitian*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Sumanti, Jorenza Chiquita, Mangantar, Marjam. (2015). Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal EMBA*, 3 (1), 1141-1151.
- Sumartha, Evy. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Economia*, 12 (2), 13-17.
- Supriadi, Agust. *Manufaktur 2015 Melambat, Jumlah Buruh Surut Signifikan*, diakses dari <https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20160128141328-92-107397/manufaktur-2015-melambat-jumlah-buruh-susut-signifikan> pada tanggal 9 Maret 2020 pukul 18:56.

- Suranta, Eddy, Machfoedz, Mas'ud. (2003). Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi, dan Ukuran Dewan Direksi. *Proceeding. Simposium Nasional Akuntansi VI*, 214 – 226.
- Surya, Jen. (2010). Pengaruh Laba, Arus Kas Operasi dan Arus Kas Bebas terhadap Dividen Kas. *Jurnal Investasi*, 6 (2), 111 – 123.
- Sutanto, Johan, Marciano, Deddy, Ernawati, Endang. (2017). Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Sektor Industri Property, Real Estate, Dan Konstruksi Bangunan Yang Terdaftar Di BEI Periode 2011-2015. *Jurnal Ilmiah Calypra Mahasiswa Universitas Surabaya*, 6 (2), 13-20.
- Syahatah, Husein. (2001). *Pokok-Pokok Pikiran Akuntansi Islam*. Jakarta: Media Eka Sarana.
- Tarwiyah, Lailatut. (2018). Pengaruh Investment opportunity set, Leverage, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016). *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
- Tinambunan, Selvi Sakti. (2008). Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Nilai Perusahaan: Studi Empiris Pada Perusahaan Go Public Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Yogyakarta: Universitas Sanata Dharma.
- Vidyantie, D. N., Handayani, Ratih. (2006). The Analysis of the Effect of Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Investor, Business Risk, Firm Size, and Earning Volatility to Managerial Ownership Based on Agency Theory Perspective. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 8 (2), 19–33.
- Wahidahwati. (2002). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Teori Agensi. *Proceeding. Simposium Nasional Akuntansi IV*, 23-27.
- Wahyudi, Untung, Pawestri, Hartini Prasetyaning. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Proceeding. Simposium Nasional Akuntansi IX*, 1-20.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. (2013). *Manajemen Keuangan*. Udayana Press.
- Widana, Putra, A.A.G.P, Ratnadi, Dwi, Ni Made. (2007). Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kos Keagenan. *Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Udayana*, 4 (7), 36-46.

- Widarjo, Wahyu, Bandi, Hartoko, S. (2010). Pengaruh Ownership Retention, Investasi Dari Proceeds, dan Reputasi Auditor Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial dan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi. *Proceeding. Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto 2010*, 35-41.
- Widiastuti, Marselina, Midiastuty, Pranata P., Suranta, Eddy. (2013). Dividend Policy and Foreign Ownership. *Proceeding. Simposium Nasional Akuntansi XVI*, 3401-3423.
- Winanda. (2009). *Pengaruh Struktur Modal Uji Estimasi*. Jakarta.
- Wirahadi Ahmad, A., & Septriani, Y. (2008). Konflik Keagenan: Tinjauan Teoritis dan Cara Mengurangnya. *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, 3(2), 47-55.
- Wirjono, Endang Raino. (2009). Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Hubungan antara Kepemilikan Manajerial dan Aliran Kas Bebas dengan Tingkat Leverage Perusahaan. *Kinerja*, 13 (1), 122-134.
- Wongso, A. (2013). Pengaruh kebijakan dividen, struktur kepemilikan, dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dalam perspektif teori Agensi dan teori signaling. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen*, 1(5).
- Yudiana, I Gede Yoga, Yadnyana, I Ketut. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Investment opportunity set Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15 (1), 112-141.
- Yuliafitri, Indri. (2011). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Laba Dan Arus Kas Masa Depan Pada Perusahaan Go Public. *Jurnal Investasi*. Vol. 7 No. 1. Hlm, 14-30.
- Zaenal, A. (2005). *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Yogyakarta: CV Adipura.



LAMPIRAN-LAMPIRAN

Lampiran 1. Perhitungan Kebijakan Dividen (DPR), Free Cash Flow, Investment Opportunity Set (IOS), dan Kepemilikan Institusional 2014-2018

No.	Perusahaan	Tahun	Kebijakan Dividen	Free Cash Flow	Investment Opportunity Set	Kepemilikan Institusional
1	PT. Astra International, Tbk.	2014	0.456	0.063	0.492	0.501
2	PT. Astra Otoparts, Tbk.		0.531	0.089	0.070	0.800
3	PT. Sepatu Bata, Tbk.		0.400	0.026	0.103	0.772
4	PT. Indo Kordsa, Tbk.		0.262	-0.124	0.177	0.658
5	PT. Charoen Pokphand Indonesia, Tbk.		0.169	-0.151	0.665	0.555
6	PT. Ekadharma International, Tbk.		0.157	-0.169	0.875	0.554
7	PT. Gudang Garam, Tbk.		0.287	-0.059	0.431	0.755
8	PT. H.M. Sampoerna, Tbk.		0.864	0.139	0.076	0.982
9	PT. Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk.		0.497	0.102	0.365	0.805
10	PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk.		-0.216	-0.012	0.389	0.597
11	PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk.		0.497	0.047	0.037	0.801
12	PT. Indah Kiat Pulp & Paper, Tbk.		0.122	0.032	0.160	0.527
13	PT. Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk.		0.943	0.185	0.081	0.640
14	PT. Kalbe Farma, Tbk.		0.431	0.136	0.231	0.567
15	PT. Multi Bintang Indonesia, Tbk.		0.007	0.002	0.755	0.418
16	PT. Sido Muncul, Tbk.		0.867	0.124	0.579	0.662
17	PT. Semen Baturaja, Tbk.		0.250	0.097	0.812	0.467
18	PT. Selamat Sempurna, Tbk.		0.427	0.256	0.595	0.581

19	PT. Tunas Alfin, Tbk.		0.059	0.094	0.845	0.099
20	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Tbk.		0.105	0.112	0.164	0.596
21	PT. Surya Toto Indonesia, Tbk.		0.287	0.123	0.106	0.962
22	PT. Trisula International, Tbk.		0.406	0.169	1.023	0.671
23	PT. Unilever Indonesia, Tbk.		0.447	0.174	0.074	0.850
24	PT. Wijaya Karya Beton, Tbk.		0.314	-0.119	0.333	0.719
25	PT. Astra International, Tbk.		0.495	0.037	0.281	0.501
26	PT. Astra Otoparts, Tbk.		0.408	0.009	1.031	0.420
27	PT. Sepatu Bata, Tbk.		0.065	-0.007	1.082	0.387
28	PT. Indo Kordsa, Tbk.		0.369	0.067	0.105	0.658
29	PT. Charoen Pokphand Indonesia, Tbk.		0.259	-0.013	0.854	0.555
30	PT. Ekadharma International, Tbk.		0.148	-0.022	1.049	0.545
31	PT. Gudang Garam, Tbk.		0.777	0.004	0.451	0.755
32	PT. H.M. Sampoerna, Tbk.		0.999	-0.001	0.048	0.925
33	PT. Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk.	2015	0.497	-0.093	0.604	0.705
34	PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk.		0.605	-0.032	0.602	0.897
35	PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk.		0.497	-0.014	0.832	0.501
36	PT. Indah Kiat Pulp & Paper, Tbk.		0.042	-0.009	1.008	0.427
37	PT. Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk.		0.351	0.183	0.927	0.640
38	PT. Kalbe Farma, Tbk.		0.444	0.179	0.468	0.669
39	PT. Multi Bintang Indonesia, Tbk.		0.109	0.135	0.767	0.178
40	PT. Sido Muncul, Tbk.		0.857	0.184	0.330	0.630
41	PT. Semen Baturaja, Tbk.		0.250	0.150	0.707	0.492
42	PT. Selamat Sempurna, Tbk.		0.623	0.241	0.344	0.581

43	PT. Tunas Alfin, Tbk.		0.120	-0.002	0.955	0.594
44	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Tbk.		0.627	0.062	0.223	0.996
45	PT. Surya Toto Indonesia, Tbk.		0.434	0.033	0.248	0.924
46	PT. Trisula International, Tbk.		0.371	0.022	0.834	0.670
47	PT. Unilever Indonesia, Tbk.		0.999	0.187	0.387	0.850
48	PT. Wijaya Karya Beton, Tbk.		0.314	0.023	0.799	0.719
49	PT. Astra International, Tbk.		0.449	0.048	0.766	0.801
50	PT. Astra Otoparts, Tbk.		0.104	0.042	1.040	0.800
51	PT. Sepatu Bata, Tbk.		0.732	0.086	0.228	0.871
52	PT. Indo Kordsa, Tbk.		0.261	0.040	0.805	0.658
53	PT. Charoen Pokphand Indonesia, Tbk.		0.716	0.146	0.385	0.856
54	PT. Ekadharma International, Tbk.		0.255	0.061	0.967	0.763
55	PT. Gudang Garam, Tbk.		0.749	0.073	0.659	0.855
56	PT. H.M. Sampoerna, Tbk.		0.982	0.186	0.083	0.925
57	PT. Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk.	2016	0.249	0.022	0.507	0.805
58	PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk.		0.048	-0.061	0.814	0.397
59	PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk.		0.498	0.049	0.556	0.501
60	PT. Indah Kiat Pulp & Paper, Tbk.		0.060	0.018	1.021	0.327
61	PT. Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk.		0.884	0.187	0.655	0.510
62	PT. Kalbe Farma, Tbk.		0.448	0.074	0.822	0.365
63	PT. Multi Bintang Indonesia, Tbk.		1.000	0.274	0.573	0.818
64	PT. Sido Muncul, Tbk.		0.811	0.096	0.860	0.446
65	PT. Semen Baturaja, Tbk.		0.250	0.014	0.357	0.325
66	PT. Selamat Sempurna, Tbk.		0.207	0.227	0.725	0.308

67	PT. Tunas Alfin, Tbk.		0.135	-0.049	1.003	0.394
68	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Tbk.		0.998	0.060	0.406	0.596
69	PT. Surya Toto Indonesia, Tbk.		0.796	0.033	0.795	0.430
70	PT. Trisula International, Tbk.		0.791	-0.053	0.895	0.427
71	PT. Unilever Indonesia, Tbk.		0.997	0.292	0.078	0.850
72	PT. Wijaya Karya Beton, Tbk.		0.313	-0.120	0.504	0.685
73	PT. Astra International, Tbk.		0.397	0.046	0.045	0.901
74	PT. Astra Otoparts, Tbk.		0.288	0.020	0.820	0.800
75	PT. Sepatu Bata, Tbk.		0.515	0.032	0.079	0.871
76	PT. Indo Kordsa, Tbk.		0.595	0.082	0.025	0.883
77	PT. Charoen Pokphand Indonesia, Tbk.		0.368	0.041	0.081	0.555
78	PT. Ekadharma International, Tbk.		0.167	0.025	1.009	0.368
79	PT. Gudang Garam, Tbk.		0.645	0.072	0.542	0.755
80	PT. H.M. Sampoerna, Tbk.		0.985	0.130	0.399	0.925
81	PT. Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk.	2017	0.498	0.106	0.568	0.805
82	PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk.		0.120	-0.023	0.606	0.397
83	PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk.		0.499	0.102	0.389	0.501
84	PT. Indah Kiat Pulp & Paper, Tbk.		0.098	0.073	0.771	0.327
85	PT. Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk.		0.860	0.170	0.485	0.510
86	PT. Kalbe Farma, Tbk.		0.488	0.051	0.824	0.468
87	PT. Multi Bintang Indonesia, Tbk.		0.999	0.295	0.642	0.818
88	PT. Sido Muncul, Tbk.		0.815	0.194	0.753	0.810
89	PT. Semen Baturaja, Tbk.		0.250	0.029	1.050	0.435
90	PT. Selamat Sempurna, Tbk.		0.715	0.142	0.367	0.581

91	PT. Tunas Alfin, Tbk.		0.189	-0.028	0.903	0.394
92	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Tbk.		0.252	0.010	0.186	0.597
93	PT. Surya Toto Indonesia, Tbk.		0.296	0.043	0.067	0.943
94	PT. Trisula International, Tbk.		0.121	0.015	0.822	0.668
95	PT. Unilever Indonesia, Tbk.		0.997	0.188	0.546	0.850
96	PT. Wijaya Karya Beton, Tbk.		0.314	0.079	0.722	0.679
97	PT. Astra International, Tbk.		0.288	0.042	0.892	0.501
98	PT. Astra Otoparts, Tbk.		0.362	0.070	0.091	0.800
99	PT. Sepatu Bata, Tbk.		0.167	-0.011	1.005	0.571
100	PT. Indo Kordsa, Tbk.		0.392	0.114	0.277	0.694
101	PT. Charoen Pokphand Indonesia, Tbk.		0.201	0.106	0.587	0.555
102	PT. Ekadharma International, Tbk.		0.290	0.125	0.141	0.768
103	PT. Gudang Garam, Tbk.		0.642	0.127	0.040	0.855
104	PT. H.M. Sampoerna, Tbk.		1.010	0.180	0.027	0.925
105	PT. Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk.	2018	0.349	0.033	0.579	0.805
106	PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk.		0.595	-0.001	0.325	0.897
107	PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk.		0.361	-0.013	0.372	0.501
108	PT. Indah Kiat Pulp & Paper, Tbk.		0.069	-0.020	0.984	0.430
109	PT. Indocement Tunggul Prakarsa, Tbk.		0.107	0.015	0.977	0.510
110	PT. Kalbe Farma, Tbk.		0.496	0.081	0.915	0.570
111	PT. Multi Bintang Indonesia, Tbk.		0.838	0.193	0.891	0.818
112	PT. Sido Muncul, Tbk.		0.493	0.180	0.937	0.810
113	PT. Semen Baturaja, Tbk.		0.239	-0.024	0.987	0.377
114	PT. Selamat Sempurna, Tbk.		0.734	0.131	0.452	0.581

115	PT. Tunas Alfin, Tbk.	0.094	0.005	0.521	0.394
116	PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Tbk.	0.059	0.006	0.747	0.391
117	PT. Surya Toto Indonesia, Tbk.	0.387	0.117	0.602	0.943
118	PT. Trisula International, Tbk.	0.883	0.133	0.202	0.668
119	PT. Unilever Indonesia, Tbk.	0.649	0.154	0.362	0.550
120	PT. Wijaya Karya Beton, Tbk.	0.314	0.033	0.414	0.675



Lampiran 2. Hasil Output SPSS

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	Dividen Payout Ratio	Free Cash Flow	Investment Opportunity Set	Kepemilikan Institusional
N	120	120	120	120
Normal Parameters ^a				
Mean	.44543	.06731	.54923	.70605
Std. Deviation	.290435	.090938	.321532	.163107
Most Extreme Differences				
Absolute	.110	.072	.098	.115
Positive	.110	.072	.074	.115
Negative	-.066	-.057	-.098	-.109
Kolmogorov-Smirnov Z	1.207	.788	1.069	1.263
Asymp. Sig. (2-tailed)	.109	.564	.203	.082

a. Test distribution is Normal.

ANOVA Table

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Dividen Payout Ratio *	Between Groups	5.950	56	.106	1.637	.029
	Linearity	.092	1	.092	1.415	.239
	Deviation from Linearity	5.858	55	.107	1.641	.029
	Within Groups	4.088	63	.065		
	Total	10.038	119			

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.614 ^a	.378	.367	.231095	1.372

a. Predictors: (Constant), Market Book Value to Equity, Free Cash Flow

b. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.614 ^a	.378	.367	.231095	1.372

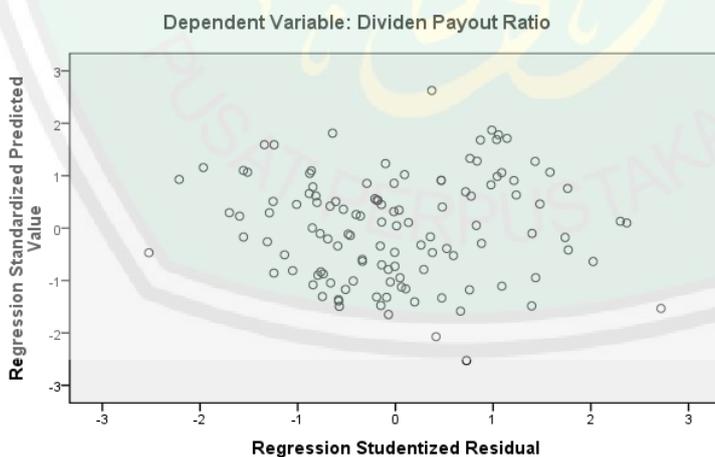
a. Predictors: (Constant), Market Book Value to Equity, Free Cash Flow

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.476	.049		9.767	.000		
Free Cash Flow	1.565	.240	.490	6.530	.000	.945	1.058
Market Book Value to Equity	-.247	.068	-.273	-3.643	.000	.945	1.058

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Scatterplot



Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.707 ^a	.500	.492	.21864	1.947

a. Predictors: (Constant), Lag_X2, Lag_X1

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.707 ^a	.500	.492	.21864	1.947

b. Dependent Variable: Lag_Y

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.614 ^a	.378	.367	.231095

a. Predictors: (Constant), Investment Opportunity Set, Free Cash Flow

b. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.326	.028		11.816	.000
Free Cash Flow	1.769	.245	.554	7.229	.000

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.638	.049		13.095	.000
Investment Opportunity Set	-.351	.077	-.388	-4.575	.000

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.048	.091		.525	.601
Free Cash Flow	.415	.916	.130	.453	.651
Kepemilikan Institusional	.457	.145	.304	3.146	.002
MRA	1.620	1.363	.367	1.189	.237

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.234	.214		1.092	.277
Investment Opportuniy Set	-.300	.289	-.332	-1.041	.300
Kepemilikan Institusional	.478	.279	.318	1.715	.089
MRA	.218	.411	.143	.530	.597

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Lampiran 3. Bukti Konsultasi

Nama : Much. Maftuhul Fahmi
 NIM/Jurusan : 16510015/Manajemen
 Pembimbing : Muhammad Sulhan, SE., MM.
 Judul Skripsi : Pengaruh *Free Cash Flow* dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen dengan Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)

No.	Tanggal	Materi Konsultasi	Tanda Tangan Pembimbing
1.	15 Oktober 2019	Pengarahan Kerangka Konseptual	1.
2.	2 Januari 2020	Revisi Bab I-III	2.
3.	17 Januari 2020	Acc Proposal	3.
4.	14 Februari 2020	Proposal Skripsi	4.
5.	25 Februari 2020	Konsultasi Pengolahan Data	5.
6.	27 Februari 2020	Revisi Bab IV, V, dan Abstrak	6.
7.	12 Maret 2020	Acc Skripsi	7.
8.	6 April 2020	Sidang Skripsi	8.
9.	17 April 2020	Revisi Skripsi	9.

Malang, 17 April 2020
 Mengetahui,
 Ketua Jurusan,

Drs. Agus Sucipto, M.M., CRA
NIP. 19670816 200312 1 001

Lampiran 4. Cek Plagiarisme

Pengaruh FCF dan IOS terhadap KD dimoderasi K.Institusional

ORIGINALITY REPORT



Lampiran 5. Kartu Bebas Plagiarisme



**KEMENTERIAN AGAMA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI
MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG
FAKULTAS EKONOMI**

Jalan Gajayana 50 Malang 65144 Telepon (0341) 558881, Faksimile (0341) 558881

**SURAT KETERANGAN BEBAS PLAGIARISME
(FORM C)**

Yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Zuraidah, S.E.,M.SA
NIP : 197612102009122001
Jabatan : UP2M

Menerangkan bahwa mahasiswa berikut :

Nama : Much. Maftuhul Fahmi
NIM : 16510015
Handphone : 082132530976
Konsentrasi : Keuangan
Email : maftuhulfahmi29@gmail.com
Judul Skripsi : Pengaruh Free Cash Flow dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)

Menerangkan bahwa penulis skripsi mahasiswa tersebut di nyatakan **BEBAS PLAGIARISME** dari **TURNITIN** dengan nilai *Originaly report*:

SIMILARTY INDEX	INTERNET SOURCES	PUBLICATION	STUDENT PAPER
25%	20%	7%	17%

Demikian surat pernyataan ini dibuat dengan sebenar-benarnya dan diberikan kepada yang bersangkutan untuk dipergunakan sebagaimana mestinya.

Malang, 22 April 2020

UP2M

Zuraidah, S.E.,M.SA
197612102009122001

Lampiran 6. Biodata Peneliti**BIODATA PENELITIAN**

Nama Lengkap : Much. Maftuhul Fahmi
 Tempat, tanggal lahir : Malang, 29 Januari 1999
 Alamat Asal : Jl. Terongdowo 183 RT. 003/RW. 012 Tirtomoyo
 Pakis Malang
 Alamat Domisili : Ponpes Sabilurrosyad Gasek Malang
 Telepon/Hp : (081)937193628
 E-mail : maftuhulfahmi29@gmail.com
 Twitter : @maftuhulfahmi

Pendidikan Formal

2004-2010 : MI Nurul Huda Tirtomoyo
 2010-2013 : MTs Almaarif Singosari
 2013-2016 : MA Almaarif Singosari
 2016-2020 : Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas
 Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
 2017-sekarang : Jurusan Pendidikan Agama Islam STAI Ma'had Aly
 Al-Hikam Malang

Pendidikan Non-Formal

2010-2016 : PPQ. Nurul Huda Singosari
 2016-2017 : Ma'had Sunan Ampel Al-'Aly UIN Maliki Malang
 2016-2017 : Program Khusus Perkuliahan Bahasa Arab UIN
 Maliki Malang
 2017-2018 : Remaja Masjid Hidayatullah Perum ABM Malang
 2018-2019 : Santri Tahfidz Ma'had Sunan Ampel Al-'Aly UIN
 Maliki Malang
 2019-sekarang : Ponpes Sabilurrosyad Gasek Malang

Pengalaman Organisasi

- Wakil Ketua Bidang III PKPT. IPNU-IPPNU UIN Maliki Malang tahun 2019
- Anggota Mahasiswa Ahl Ath-Thariqah Al-Mu'tabarrah an-Nahdliyyah tahun 2017-sekarang.
- Anggota Organisasi Sosial Respect tahun 2019- sekarang.

Aktivitas dan Pelatihan

- Pemateri Masa Kesetiaan Anggota PKPT. IPNU-IPPNU UIN Maliki Malang Tahun 2019.
- Pemateri Manajemen Tata Ruang Kelas di Mahasiswa Jurusan Manajemen Pendidikan Islam Tahun 2018.
- Youtuber dengan Channel Youthink Media.
- Pengisi Kajian Keislaman Senin dan Kamis di Masjid Ibnu Sina, Veteran Malang.
- Peneliti dengan judul artikel “Efektivitas Badan Amil Zakat Nasional Indonesia dengan Pendekatan Data Envelopment Analysis (DEA)” tahun 2019 dan termuat di jurnal i-Finance.
- Juara Harapan 1 Lomba Musabaqah Karya Tulis Ilmiah Al-Qur`an PIONIR tahun 2019.

Malang, 12 April 2020



Much. Maftuhul Fahmi