

PENGARUH *FREE CASH FLOW, INVESTMENT OPPORTUNITY SET, DAN DISPERSION OF OWNERSHIP* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DIMODERASI OLEH UKURAN PERUSAHAAN

(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2020)

SKRIPSI



Oleh

ANDRIASTUTI IKA PUSPITASARI

NIM : 18510237

JURUSAN MANAJEMEN

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN)

MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG

2022

**PENGARUH FREE CASH FLOW, INVESTMENT
OPPORTUNITY SET DAN DISPERSION OF OWNERSHIP
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DIMODERASI OLEH
UKURAN PERUSAHAAN**

**(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa
Efek Indonesia Tahun 2018-2020)**

SKRIPSI

Diajukan Kepada:

Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik
Ibrahim Malang untuk Memenuhi Salah Satu
Persyaratan dalam Memperoleh Gelar Sarjana
Manajemen (SM)



Oleh

ANDRIASTUTI IKA PUSPITASARI

NIM : 18510237

JURUSAN MANAJEMEN FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS ISLAM NEGERI (UIN)

MAULANA MALIK IBRAHIM MALANG

2022

LEMBAR PENGESAHAN

PENGARUH *FREE CASH FLOW, INVESTMENT OPPORTUNITY SET, DAN DISPERSION OF OWNERSHIP* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DIMODERASI OLEH UKURAN PERUSAHAAN

(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2020)

SKRIPSI

Oleh

ANDRIASTUTI IKA PUSPITASARI

NIM : 18510237

Telah Dipertahankan di Depan Dewan Penguji dan
Dinyatakan Diterima Sebagai Salah Satu Persyaratan untuk
Memperoleh Gelar Sarjana Manajemen (SM)
Pada 27 Juni 2022

Susunan Dewan Penguji

Tanda Tangan

1. Ketua
Dr. Maretha Ika Praiawati, MM.
NIP 19890327 201801 2 002
2. Dosen Pembimbing/Sekretaris
Puji Endah Purnamasari, MM.
NIP 19871002 201503 2 004
3. Penguji Utama
Dr. Indah Yuliana SE., MM.
NIP 19740918 200312 2 004

()
()
()



Disahkan Oleh:
Ketua Program Studi,

Muhammad Sulhan, SE., MM
NIP : 19740604 200604 1 002

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Andriastuti Ika Puspitasari

NIM : 18510237

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 Malang, dengan judul:

PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* DAN *DISPERSION OF OWNERSHIP* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DIMODERASI OLEH UKURAN PERUSAHAAN (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2020)

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 pihak fakultas ekonomi, tetapi menjadi tanggung jawab saya sendiri.

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

Malang, 14 Juni 2022

Tanda tangan saya,

Andriastuti Ika Puspitasari
NIM 18510237

KATA PENGANTAR

Segala puji syukur kehadiran Allah SWT, karena atas rahmat dan hidayah-Nya penelitian ini dapat terselesaikan dengan judul “Pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, dan *Dispersion of Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen Dimoderasi oleh Ukuran Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2020).

Shalawat dan salam semoga tetap tercurahkan kepada junjungan kita Nabi besar Muhammad SAW yang telah membimbing kita dari kegelapan menuju jalan kebaikan, yakni *din al-islam*.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan tugas akhir skripsi ini tidak akan berhasil dengan baik tanpa adanya bimbingan dan sumbangan pemikiran dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang tak terhingga kepada:

1. Bapak Prof. Dr. HM. Zainuddin MA. selaku Rektor Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
2. Bapak Dr. H. Misbahul Munir, LC., M. EI selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
3. Bapak Muhammad Sulhan, SE., MM selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
4. Ibu Puji Endah Purnamasari MM selaku dosen pembimbing yang telah sabar, tekun serta ikhlas meluangkan waktu, tenaga dan pikiran beliau untuk memberikan bimbingan, kritikan, saran dan motivasi sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan baik.
5. Ibu Dr. Hj. Umrotul Khasanah, M.Si selaku wali dosen yang telah memberikan ilmu sekaligus membantu penulis dalam menyelesaikan masalah.
6. Bapak dan Ibu dosen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
7. Orang tua dan saudara serta seluruh keluarga yang senantiasa memberikan doa dan dukungan secara moril dan spiritual

8. Teman-teman jurusan manajemen tahun 2018 yang telah memberikan semangat dan dukungan dalam menyelesaikan tugas akhir skripsi ini
9. Seluruh pihak yang terlibat secara langsung maupun tidak langsung yang tidak disebutkan satu persatu.

Akhirnya dengan segala kerendahan hati penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini masih jauh dari kata sempurna. Oleh karena itu, penulis mengharapkan kritik dan saran yang konstruktif demi kesempurnaan penulisan ini, penulis berharap semoga karya yang sederhana ini dapat bermanfaat dengan baik bagi semua pihak.

Malang, 14 Juni 2022

Penulis

MOTTO

“Imperfection is the perfection of human beings”

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMBUNG DEPAN.....	i
HALAMAN JUDUL.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN.....	iii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN	iv
KATA PENGANTAR	vi
HALAMAN MOTTO	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
ABSTRAK	xv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Rumusan Masalah	15
1.3. Tujuan.....	16
1.4. Manfaat.....	17
1.5. Batasan Penelitian	18
BAB II KAJIAN PUSTAKA	19
2.1. Hasil-hasil penelitian terdahulu.....	19
2.2. Kajian Teori.....	39
2.2.1. Kebijakan Dividen	39
2.2.2. Teori Agensi (<i>Agency Theory</i>).....	47
2.2.3. <i>Signalling Theory</i>	49
2.2.4. <i>Free Cash Flow</i>	50
2.2.5. <i>Investment Opportunity Set</i>	53
2.2.6. <i>Dispersion of Ownership</i>	57
2.2.7. Ukuran Perusahaan.....	60
2.3. Kerangka konseptual	63
2.4. Hipotesis Penelitian	63

2.4.1.	<i>Free Cash Flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen ..	63
2.4.2.	<i>Investment Opportunity Set</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.....	65
2.4.3.	<i>Dispersion of Ownership</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.....	67
2.4.4.	Ukuran perusahaan mampu memoderasi pengaruh <i>Free Cash Flow</i> , <i>Investment Opportunity Set</i> , dan <i>Dispersion of Ownership</i> secara parsial terhadap kebijakan dividen.....	68
BAB III METODE PENELITIAN.....		71
3.1.	Jenis dan Pendekatan Penelitian.....	71
3.2.	Lokasi Penelitian	71
3.3.	Populasi dan Sampel Penelitian	71
3.4.	Teknik Pengambilan Sampel.....	72
3.5.	Data dan Jenis Data	75
3.6.	Teknik Pengumpulan Data	75
3.7.	Definisi Operasional Variabel	76
3.8.	Analisis Data	80
3.8.1.	Uji Asumsi Klasik.....	80
3.8.2.	Koefisien Determinasi (<i>Adjusted R Square</i>)	83
3.8.3.	Uji Hipotesis	83
3.8.4.	Analisis Regresi Moderasi (<i>Moderating Regression Analysis</i>)	84
BAB IV PEMBAHASAN.....		88
4.1.	Hasil Penelitian.....	88
4.1.1.	Gambaran Umum Objek Penelitian	88
4.1.2.	Hasil Analisis Deskriptif.....	89
4.1.3.	Uji Asumsi Klasik.....	97
4.1.4.	Koefisien Determinasi.....	101
4.1.5.	Hasil Uji Hipotesis	102
4.2.	Pembahasan	112
4.2.1.	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Dividen	112
4.2.2.	Pengaruh <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Kebijakan Dividen	115
4.2.3.	Pengaruh <i>Dispersion of Ownership</i> Terhadap Kebijakan Dividen	120

4.2.4.	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi	124
4.2.5.	Pengaruh <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi.....	127
4.2.6.	Pengaruh <i>Dispersion of Ownership</i> Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi.....	128
BAB V PENUTUP.....		132
5.1.	Kesimpulan.....	132
5.2.	Keterbatasan Penelitian	133
5.3.	Saran	133
DAFTAR PUSTAKA		135
LAMPIRAN-LAMPIRAN.....		140

DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu	29
Tabel 3. 1 Tabel Pengambilan Sampel.....	73
Tabel 3. 2 Tabel Sampel.....	73
Tabel 3. 3 Tabel Definisi Operasional Variabel	79
Tabel 4. 1 Tabel Uji Normalitas	98
Tabel 4. 2 Tabel Uji Multikolinearitas	100
Tabel 4. 3 Tabel Uji Autokorelasi	101
Tabel 4. 4 Tabel Koefisien Determinasi.....	101
Tabel 4. 5 Tabel ANOVA	102
Tabel 4. 6 Tabel Uji T <i>Free Cash Flow</i> terhadap kebijakan dividen.....	103
Tabel 4. 7 Tabel Uji T <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Kebijakan Dividen	104
Tabel 4. 8 Tabel Uji T <i>Dispersion of Ownership</i> Terhadap Kebijakan Dividen	105
Tabel 4. 9 Uji Regresi Moderasi <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 1.....	106
Tabel 4. 10 Uji Regresi Moderasi <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 2.....	107
Tabel 4. 11 Uji Regresi Moderasi <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 1	108
Tabel 4. 12 Uji Regresi Moderasi <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 2.....	109
Tabel 4. 13 Uji Regresi Moderasi <i>Dispersion of Ownership</i> Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 1	110
Tabel 4. 14 Uji Regresi Moderasi <i>Dispersion of Ownership</i> Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 2.....	111

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Pertumbuhan PDB Industri Manufaktur di Indonesia.....	4
Gambar 1. 2 Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur Periode 2018-2020....	6
Gambar 4. 1 Rata-rata <i>Free Cash Flow</i> pada Perusahaan Manufaktur Tahun Tahun 2018-2020	90
Gambar 4. 2 Perkembangan <i>Investment Opportunity Set</i> Perusahaan Manufaktur Tahun Tahun 2018-2020	92
Gambar 4. 3 Rata-rata <i>Dispersion of Ownership</i> Perusahaan Manufaktur Tahun Tahun 2018-2020	93
Gambar 4. 4 Perkembangan Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Tahun 2018-2020	95
Gambar 4. 5 Rata-rata ukuran Perusahaan Manufaktur pada Tahun 2018-2020 ..	96
Gambar 4. 6 Uji Normal P-Plot.....	97
Gambar 4. 7 Gambar Uji Heterokedastisitas.....	99

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Tabel Olah Data.....	141
Lampiran 2 Output SPSS	145
Lampiran 3 Bukti Konsultasi	150
Lampiran 4 Surat Keterangan Bebas Plagiasi	151
Lampiran 5 Biodata Peneliti.....	152

ABSTRAK

Puspitasari, Andriastuti I. 2022. SKRIPSI. Judul: “Pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, dan *Dispersion of Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen Dimoderasi Oleh Ukuran Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2020)”

Pembimbing : Puji Endah Purnamasari, MM

Kata Kunci : *free cash flow*, *investment opportunity set*, kepemilikan publik, kebijakan dividen, ukuran perusahaan, teori keagenan

Seorang investor yang melakukan pembelian saham di suatu perusahaan pastinya mengharapkan keuntungan dari modal yang telah ditanamkannya, salah satu jenis keuntungan yang diharapkan yaitu dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Terdapat banyak sekali faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Tujuan penelitian ini dilakukan yaitu untuk mengetahui faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen dengan melihat pengaruh *free cash flow*, *investment opportunity set* dan *dispersion of ownership* terhadap kebijakan dividen dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi.

Penelitian ini menggunakan penelitian jenis data sekunder dengan menggunakan populasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2020. Dengan menggunakan metode *purposive sampling*, maka diperoleh sampel sebanyak 105 perusahaan yang sesuai dengan kriteria. Untuk menguji penelitian yaitu dengan menggunakan *Moderated Regression Analisis* (MRA) dengan bantuan software SPSS versi 26.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan variabel *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan *dispersion of ownership* memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Secara parsial, *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. *Investment opportunity set* yang diprosikan oleh *Market to Book Value (MBVE)* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan untuk variabel *dispersion of ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan yang berperan sebagai variabel moderasi pada penelitian ini tidak membuktikan memperkuat ataupun memperlumah pada variabel independen terhadap kebijakan dividen.

ABSTRACT

Puspitasari, Andriastuti I. 2022. Thesis. Title: “The Influence of Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, and Dispersion of Ownership on Dividend Policy is Moderated by Firm Size. Study on Indonesia’s Stock Exchange Manufacturing Companies 2018-2020)”

Supervisor : Puji Endah Purnamasari, MM

Keywords : Free cash flow, investment opportunity set, public ownership, dividend policy, firm size, agency theory

An investor who buys stock in a firm expects to profit from their investment, and one sort of anticipated profit is dividends paid out by the company. There are several elements that might influence dividend policy. The purpose of this study was to determine the factors that can influence dividend policy by examining the impact of free cash flow, investment opportunity set, and ownership dispersion on dividend policy, with firm size as a moderating variable.

This study uses secondary data published by the Indonesia Stock Exchange. This study uses a population of manufacturing firms listed on the Indonesia Stock Exchange between 2018 and 2020. By using the purposive sampling method, a sample of 105 firms that fit the requirements was collected. To put the findings to the test, we performed Moderated Regression Analysis (MRA) with the assistance of the SPSS version 26 software.

The results showed that simultaneously free cash flow, investment opportunity set, and ownership dispersion all had an impact on dividend policy. Partially free cash flow has no effect on dividend policy. Market to Book Value (MBVE) as a proxy for investment potential has a substantial impact on dividend policy. Meanwhile, the dispersion of ownership has no effect on dividend policy. Firm size, which serves as a moderating variable in this study, does not prove to strengthen or weaken the independent variable on dividend policy.

نبذة مختصرة

أندرياس توتي إيكابوسبيتاساري. 2202 التدفق النقدي الحر ومجموعة فرص الاستثمار وتشنت الملكية على سياسة توزيع الأرباح خاضعة لحجم الشركة. دراسة عن شركات التصنيع في البورصة الإندونيسية 2018-2020

المشرفة : بوجي إنداه بورناماساري

التدفق النقدي الحر ، مجموعة فرص الاستثمار ، الملكية العامة ، سياسة توزيع الأرباح ، نظرية الوكالة

يتوقع المستثمر الذي يشتري أسهمًا في شركة أن يربح من استثماراته ، ونوع واحد من الربح المتوقع هو أرباح الأسهم التي تدفعها الشركة. هناك العديد من العناصر التي قد تؤثر على سياسة توزيع الأرباح. كان الغرض من هذه الدراسة هو تحديد العوامل التي يمكن أن تؤثر على سياسة توزيع الأرباح من خلال دراسة تأثير التدفق النقدي الحر ، ومجموعة فرص الاستثمار ، وتشنت الملكية على سياسة توزيع الأرباح ، مع حجم الشركة كمتغير معتدل.

تستخدم هذه الدراسة بيانات ثانوية نشرتها بورصة إندونيسيا. تستخدم هذه الدراسة مجموعة من شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا بين عامي 2018 و 2020. وباستخدام طريقة أخذ العينات الهادفة ، تم جمع عينة من 105 شركة تتناسب مع المتطلبات. لوضع النتائج قيد الاختبار ، أجرينا تحليل الانحدار الوسيط (SPSS) بمساعدة برنامج الإصدار 26 من MRA)

أظهرت النتائج أن التدفق النقدي الحر ، ومجموعة فرص الاستثمار ، وتشنت الملكية في وقت واحد كان لها تأثير على سياسة توزيع الأرباح. التدفق النقدي الحر جزئيًا ليس له أي تأثير على سياسة توزيع الأرباح. من السوق إلى القيمة الدفترية (كوكيل لإمكانية الاستثمار له تأثير كبير على سياسة توزيع الأرباح. MBVE) وفي الوقت نفسه ، فإن تشنت الملكية ليس له أي تأثير على سياسة توزيع الأرباح. حجم الشركة ، الذي يعمل كمتغير معتدل في هذه الدراسة ، لا يثبت أنه يقوي أو يضعف المتغير المستقل في سياسة توزيع الأرباح.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Pasar modal merupakan sarana investasi bagi pihak yang mempunyai kelebihan dana. Seseorang yang memiliki kelebihan dana dapat menggunakan dananya untuk diinvestasikan di pasar modal dengan tujuan memperoleh penghasilan atau *return* investasi. Investasi dapat diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan atau peningkatan nilai investasi. Melakukan pembelian saham suatu perusahaan melalui pasar modal adalah salah satu bentuk investasi yang banyak dilakukan saat ini. Pasar modal merupakan pasar bagi berbagai instrument keuangan, seorang investor yang ingin menanamkan sahamnya di pasar modal mengharapkan keuntungan dari kegiatan investasi yang dilakukan (Wahjudi, 2020).

Tujuan sebuah perusahaan didirikan yaitu untuk mendapatkan keuntungan serta mampu menyejahterakan para pemegang sahamnya. Keuntungan yang diperoleh nantinya akan dibagikan kepada pemegang saham berupa pembagian dividen atau *capital gain*. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagikan laba tersebut sebagai dividen maka akan mengurangi total sumber dana. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pemenuhan kebutuhan dana internal perusahaan akan semakin besar dan hal ini akan berdampak

pada posisi keuangan perusahaan bahwa perusahaan tidak bergantung kepada sumber dana eksternal dan penggunaan dana internal semakin kuat. (Auditta et al., 2014).

Dalam menentukan besaran dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan maka diperlukan keputusan dari pihak manajemen perusahaan atau yang disebut dengan kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah keputusan yang dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan untuk membagikan labanya kepada pemegang saham. Keputusan pembagian keuntungan tersebut dapat berbentuk dividen atau laba ditahan, dividen diperoleh jika suatu perusahaan memiliki laba yang berlebih biasanya berbentuk tunai. Sedangkan, laba yang ditahan merupakan laba yang tersedia dan digunakan perusahaan untuk sumber dana investasi dimasa depan (Sidharta & Nariman, 2021). Pembayaran dividen merupakan hal yang dinantikan oleh para investor, investor akan sangat senang jika tingkat pengembalian yang dimiliki semakin tinggi. Besarnya dividen yang dibayarkan tergantung pada laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan yang dibuat oleh manajemen perusahaan. Kebijakan dividen memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan dikarenakan kebijakan ini akan berpengaruh terhadap sikap atau reaksi investor (Lutfiana, Fina Bunga & Riduwan, 2018).

Adanya keputusan dalam membagikan laba berbentuk dividen ini dapat memicu adanya perbedaan pendapat antara seorang manajer dengan para pemegang saham karena memiliki tujuan yang berbeda. Seorang

manajer sebagai orang yang ditugaskan untuk mengelola perusahaan menginginkan untuk menggunakan keuntungan yang diperoleh untuk mengembangkan perusahaan dimasa depan, sedangkan pemilik modal menginginkan agar keuntungan yang diperoleh dibagikan kepada investor sehingga dapat menyejahterakan pemilik modal. Perbedaan antara seorang manajer dengan pemilik modal sering disebut sebagai agensi konflik. Oleh karena itu, untuk meminimalisir terjadinya perbedaan pendapat antara manajer dengan pemilik modal maka keuntungan yang dimiliki oleh perusahaan dapat dibagikan dalam bentuk dividen kepada para investor (Vidia & Darmayanti, 2016).

Industri manufaktur merupakan industri yang penting bagi perekonomian yang ada di Indonesia karena mampu memberikan kontribusi terbesar pada pertumbuhan perekonomian, meningkatkan pasar ekspor, serta mampu meningkatkan investasi. Produk Domestik Bruto (PDB) dapat menggambarkan perekonomian suatu negara. Produk Domestik Bruto (PDB) memiliki pengaruh terhadap investasi, jika pertumbuhan ekonomi suatu negara meningkat maka daya beli masyarakatnya juga akan meningkat. Hal tersebut memberikan sinyal bagi perusahaan-perusahaan untuk meningkatkan permintaan terhadap produk agar memperoleh keuntungan.

Gambar 1. 1
Pertumbuhan PDB Industri Manufaktur di Indonesia
Tahun 2018-2020



Sumber : Pendapatan Nasional Indonesia, BPS

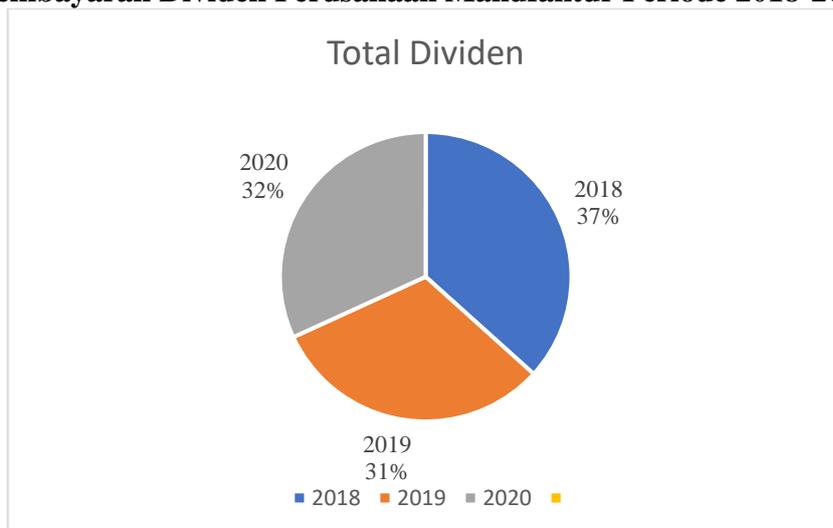
Industri manufaktur merupakan industri yang mampu untuk mendongkrak pertumbuhan ekonomi Indonesia, kontribusi industri manufaktur memiliki capaian yang positif pada tahun 2018 (Siaran Pers Kemenperin, 2019). Pada tahun 2018, sektor manufaktur memiliki kinerja yang positif. Kontribusi sektor manufaktur terhadap PDB pada tahun 2018 cukup baik yaitu sebesar 4,27%. Kontribusi industri manufaktur selama tahun 2018 dalam kategori penerimaan pajak dan cukai meningkat dari tahun sebelumnya, masing-masing mencapai 30% dan 13,2%. Adanya pelatihan terhadap industri kecil dan menengah yang bertambah dapat meningkatkan produktivitas dan memperkuat perekonomian. Serta, nilai ekspor industri nonmigas yang meningkat, industri nonmigas berhasil memberikan kontribusi terhadap PDB nasional, sebesar 17,66%. Sektor-sektor manufaktur yang mengalami pertumbuhan tertinggi yaitu industri makanan dan minuman sebesar 8,71%, elektronika mesin dan perlengkapan

yang berkontribusi sebesar 4,02%, alat angkutan sebesar 2,67% serta kimia yang berkontribusi sebesar 3,40% (Rini, 2018).

Sedangkan PDB pada tahun 2019 meskipun telah menyumbang sebesar 19,62% dari total PDB pada tahun tersebut. Namun sektor manufaktur pada tahun ini hanya tumbuh 3,48% yang mana melambat dari tahun 2018 yang tumbuh mencapai 4,27%. Kontributor terbesar berasal dari industri makanan dan minuman yang tumbuh sebesar 6,50%, diikuti oleh industri barang logam sebesar 1,70%, alat angkutan tumbuh 1,68%, industri kimia dan farmasi sebesar 1,59% (Yunianto, 2020). Kementerian Perindustrian menyatakan jika pada 2019 industri manufaktur mengalami penurunan utilisasi sehingga terdapat pemangkasan kontribusi dari tahun ke tahun. Selain itu terdapat penurunan minat permintaan secara global atau domestik, yang mengakibatkan kontribusi industri manufaktur terhadap PDB turun (Lestari, 2022). Pada tahun 2020, PDB mengalami mengalami kontraksi yaitu berada pada -2,93%. Pemicu utama terjadinya kontraksi pada perekonomian adalah karena munculnya pandemi Covid-19. Industri manufaktur memiliki kontribusi besar terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Selama terdampak Covid-19, sektor yang dianggap mampu bertahan yaitu makanan dan minuman yang telah terbukti memiliki pertumbuhan yang stabil selama masa pandemi. Disamping itu sejumlah subsektor terbukti mulai menunjukkan kinerja yang baik misalnya sektor industri yang mencapai 61,3% dan industri kimia serta tekstil yang mencapai 70% (Siaran Pers Kemenperin, 2021).

Tidak semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya, baik itu dalam dividen tunai maupun dividen saham. Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan terbesar yang berada di Bursa Efek Indonesia. Pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur ini setiap tahunnya mengalami perubahan. Pihak investor lebih senang ketika mendapatkan keuntungan berupa dividen yang stabil. Untuk melihat perkembangan pembagian dividen pada perusahaan manufaktur dapat dilihat pada gambar grafik berikut ini:

Gambar 1. 2
Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur Periode 2018-2020



Sumber : Data diolah, 2022

Pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar pada industri manufaktur periode 2018 hingga 2020 berubah setiap tahunnya. Tercatat bahwa pada tahun 2018 perusahaan manufaktur banyak yang membagikan dividen dari total 171 perusahaan, sebanyak 83 perusahaan telah membagikan dividennya. Sedangkan pada tahun 2019, perusahaan yang

membagikan dividen berjumlah 71 perusahaan. Kondisi ini menunjukkan penurunan pembagian dividen dari tahun sebelumnya. Meskipun tahun 2020 kontribusi perusahaan manufaktur terhadap perekonomian Indonesia mengalami kontraksi, namun beberapa perusahaan manufaktur tetap membagikan dividennya. Terdapat 72 perusahaan yang telah membagikan dividen, dan perusahaan meningkatkan jumlah dividen yang akan dibagikan.

Krisis perekonomian yang dihadapi dunia dengan adanya pandemi ini mengancam berbagai perusahaan di Indonesia. Pandemi dapat berdampak pada penurunan laba bersih yang diperoleh sehingga jumlah dividen yang akan dibagikan juga akan terdampak. Jika perusahaan tidak membagikan dividennya, menyebabkan nilai perusahaan akan turun seiring tidak dibayarkannya dividen oleh perusahaan. Oleh karena itu perusahaan mempertahankan untuk melakukan pembayaran dividen (Ramadhania et al., 2020). Perusahaan mempertahankan pembayaran dividen yang tinggi sebagai sinyal yang positif kepada para investor. Terbukti bahwa perusahaan-perusahaan yang berada di sektor manufaktur di tahun 2020 membagikan dividen lebih tinggi. Hal ini dilakukan untuk menarik perhatian investor agar menanamkan sahamnya pada perusahaan. Terkait kondisi yang terjadi, penelitian ini bertujuan untuk menguji bahwa pembayaran dividen merupakan salah satu *return* yang diharapkan oleh investor. Pembayaran dividen memiliki risiko yang lebih kecil dan dapat dikendalikan oleh perusahaan, sedangkan keuntungan yang diperoleh dalam *capital gain* dapat dikendalikan oleh pasar. Menurut Arifin (2018) salah satu

keuntungan dengan adanya pembayaran dividen ini dapat digunakan sebagai alat untuk mengurangi biaya agen dengan melakukan monitor atau evaluasi hasil kerja manajemen. Pembagian dividen dapat mengurangi adanya konflik yang terjadi antara pihak internal yang mengelola perusahaan dengan pemilik yang berkepentingan.

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, terdapat banyak faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen yaitu *Free Cash Flow* (FCF), *Investment Opportunity Set* (IOS) dan *dispersion of ownership*. Dewasiri (2019) dalam penelitiannya mengenai determinan yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen yaitu pendapatan, profitabilitas, *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, struktur kepemilikan, ukuran perusahaan dan industri. Faktor-faktor tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Lutfiana & Riduwan (2018) dan Paramitha & Arfan, (2017) menyatakan bahwa *Free Cash Flow* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian Oktarini, (2019) dan Hartono et al., (2021) menunjukkan tidak adanya hubungan antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Penelitian mengenai *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen yang dilakukan oleh Hartono et al., (2021), Nurwulandari (2020), Suhartono (2021). Penelitian mengenai *Dispersion of Ownership* oleh Vidia & Darmayanti, (2016), Lailiyah (2021) menyatakan bahwa *Dispersion of Ownership* berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen.

Variabel yang menjadi faktor dalam menentukan kebijakan dividen yaitu *Free Cash Flow*. *Free Cash Flow* menggambarkan kas berlebih yang dimiliki oleh perusahaan setelah menempatkan seluruh kegiatan investasi pada aktiva tetap dan modal kerja (Lailiyah & Abadi, 2021). *Free Cash Flow* dapat mengurangi konflik agensi yang terjadi antara pihak manajemen dengan para pemegang saham dengan membagikan kas berlebih yang dimiliki menjadi dividen. Pihak manajemen menginginkan kas berlebih tersebut dengan menginvestasikan dana pada proyek-proyek sehingga memperoleh keuntungan, sedangkan pihak pemegang saham menginginkan keuntungan perusahaan untuk dibagikan yang dapat menyejahterakan pemegang saham (Sidharta & Nariman, 2021). *Free Cash Flow* merupakan arus kas yang penggunaannya sudah dikurangi dengan beban operasional, dan dapat dijadikan tolak ukur dalam memutuskan jumlah dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang sahamnya. Penelitian mengenai *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen dilakukan oleh Paramitha & Arfan (2017) bahwa *Free Cash Flow* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian serupa juga pernah dilakukan oleh Lutfiana & Riduwan (2018) yang mendukung penelitian sebelumnya bahwa variabel *Free Cash Flow* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan terdapat penelitian yang menyatakan bahwa variabel *Free Cash Flow* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, penelitian Oktarini, (2019) dan

Hartono et al., (2021) menemukan bahwa arus kas bebas tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Selain itu faktor untuk menentukan kebijakan dividen dapat dilihat dari set kesempatan investasi yang dilakukan oleh perusahaan, bahwa kebijakan dividen memiliki hubungan dengan kesempatan investasi. Jika perusahaan mengalami pertumbuhan yang baik maka akan membutuhkan banyak dana yang dapat mempengaruhi keputusan pembayaran dividen. *Investment Opportunity Set* (IOS) adalah cerminan dari nilai perusahaan mengenai beban yang dikeluarkan oleh pihak manajemen berdasarkan kebijakan dari manajemen itu sendiri. Perusahaan yang memiliki nilai *Investment Opportunity Set* (IOS) yang tinggi maka akan memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Myers (1977) mendefinisikan *Investment Opportunity Set* (IOS) sebagai suatu pilihan yang dimiliki perusahaan antara aset dengan beberapa pilihan investasi di masa yang akan datang. Jika posisi perusahaan dalam posisi yang sangat baik, maka penanaman modal baru dapat dilaksanakan sehingga pembayaran dividen yang tinggi tidak perlu dilakukan. Penggunaan dana yang semestinya dapat diberikan sebagai dividen kepada para investor, digunakan untuk aktivitas penanaman modal yang lebih menguntungkan bagi perusahaan (Oktarini, 2019). Modal yang diperoleh dari pihak internal yang dimaksud adalah laba ditahan. Jika perusahaan menggunakan laba ditahan untuk keperluan pembiayaan investasi maka akan berdampak pada penurunan biaya dividen. Penelitian mengenai pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap pembagian

dividen dilakukan Suartawan & Yasa (2017) serta Hasanuh (2019) yang menunjukkan adanya hubungan yang positif antara *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen. Berbanding dengan penelitian tersebut, penelitian oleh Hartono (2021), Suhartono (2020), Nurwulandari (2021) menyatakan bahwa variabel *Investment Opportunity Set* memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Apabila kondisi perusahaan dalam keadaan yang baik maka pihak manajemen cenderung akan memilih untuk mengalokasikan dananya pada investasi baru daripada membayarkan dividen yang tinggi. Perolehan laba yang diperoleh perusahaan untuk dibayarkan sebagai dividen digunakan untuk melakukan pembelian aset yang lebih menguntungkan sehingga dapat menurunkan besaran dividen. Penelitian oleh Paramitha (2017) yang menyatakan jika *Investment Opportunity Set* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Struktur kepemilikan mempunyai peranan penting dalam menentukan kebijakan dividen. Keuntungan yang dimiliki perusahaan dan dibagikan melalui dividen dapat digunakan sebagai alternatif untuk mengurangi konflik antar agensi. Pembagian dividen dapat dijadikan sebagai alat untuk memonitoring manajemen dalam perusahaan. *Dispersion of Ownership* merupakan saham kepemilikan yang disebar untuk publik oleh perusahaan. Semakin tersebar kepemilikan, maka semakin kecil pula konflik agensi yang akan ditimbulkan. Karena dengan adanya kepemilikan saham oleh publik, pemegang saham akan melakukan

monitoring terhadap manajemen perusahaan. Peningkatan dividen yang dibayarkan akan menjadi alat *monitoring* (Erisma, 2018). Dengan demikian dividen dapat berfungsi untuk mengontrol perilaku manajer. Penelitian terkait mengenai pengaruh *Dispersion of Ownership* terhadap kebijakan dividen dilakukan oleh Lailiyah & Abadi, (2021) dan Vidia & Darmayanti, (2016) yang menunjukkan bahwa sebaran kepemilikan publik berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, penelitian yang pernah dilakukan oleh Waruwu & Amin (2014) yang menyatakan bahwa variabel *Dispersion of Ownership* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian dengan judul “Pengaruh *Agency cost* dan Siklus Kehidupan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen”. Pada penelitian ini, *agency cost* yang diproksikan dengan insider ownership, *Dispersion of Ownership*, dan *institutional ownership* menunjukkan hasil bahwa *Dispersion of Ownership* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. penelitian

Ukuran perusahaan yaitu besaran aset yang dimiliki oleh perusahaan. Besar kecilnya suatu perusahaan dapat dilihat dari nilai aktiva atau nilai penjualannya. Penulis tertarik untuk menjadikan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi karena besar kecilnya suatu perusahaan dapat mempengaruhi pembayaran dividennya. Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor yang dalam menentukan investasi bagi seorang investor. Seorang investor akan menyimpulkan jika perusahaan besar akan membayarkan dividen lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Umumnya,

semakin besar total aset perusahaan maka semakin besar pula kapitalisasi pasarnya dan hal tersebut merupakan kesempatan untuk dapat dikenal oleh masyarakat (Setiawati, 2016). Karena terdapat hasil yang tidak konsisten dari penelitian terdahulu mengenai variabel yang mempengaruhi *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan *dispersion of ownership* terhadap kebijakan dividen. Sehingga ukuran perusahaan disini berperan sebagai variabel moderasi untuk melihat apakah dapat memperkuat atau memperlemah pada faktor-faktor yang mempengaruhi dalam kebijakan dividen. Penelitian Meidawati (2019) menyatakan jika ukuran perusahaan merupakan salah satu determinan yang dapat menentukan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan jika ukuran perusahaan semakin besar maka dividen yang akan dibayarkan akan semakin tinggi. Jika perusahaan masuk kategori sebagai perusahaan besar mengindikasikan jika perusahaan dapat memasuki pasar modal dengan mudah. Setelah memasuki pasar modal maka akan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan modal dari pihak eksternal untuk pertumbuhan perusahaan. Hal ini juga dibuktikan dengan penelitian serupa oleh (Dewasiri et al., 2019) bahwa ukuran perusahaan menjadi determinan dalam menentukan kebijakan dividen.

Besaran perusahaan dapat ditentukan oleh aset yang dimiliki, jika perusahaan memiliki aset yang besar maka perolehan laba tinggi yang berdampak pada arus kas perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Trisna & Gayatri (2019) menyatakan jika ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi mampu memperkuat *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen.

Perusahaan besar akan memiliki arus kas positif sehingga mempunyai prospek dan stabilitas yang baik sehingga mampu menghasilkan laba. Perusahaan besar akan mendapatkan laba operasi yang tinggi dan jika laba yang dihasilkan tinggi maka dividen yang akan dibagikan juga semakin tinggi. Perusahaan yang besar juga mudah untuk mendapatkan sumber dana dari eksternal, tetapi perusahaan akan memilih untuk mengalokasikan dananya pada investasi baru dan mengurangi pembayaran dividen. Ukuran perusahaan berperan dalam keputusan investasi perusahaan yang dibuktikan dengan penelitian Puspita et al., (2021) bahwa terdapat hubungan antara ukuran perusahaan dengan kesempatan investasi. Semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin mudah bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari pihak eksternal dan menggunakan dana tersebut sebagai peluang dalam menentukan kesempatan investasi. Semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin meningkat pula jumlah *stakeholder* yang terlibat didalamnya. Penelitian oleh Oktriani & Arza (2018) mengenai hubungan persebaran kepemilikan dengan ukuran perusahaan menyatakan perusahaan memiliki jumlah aset yang besar cenderung memiliki tuntutan publik, dikarenakan semakin tersebarnya kepemilikan maka publik akan menggali informasi yang lebih tinggi mengenai perusahaan dibandingkan perusahaan yang berukuran kecil. Berbeda dengan hasil penelitian oleh Arofah et al., (2017) yang menyatakan jika ukuran perusahaan tidak memperkuat kepemilikan publik.

Dengan adanya fenomena dan ketidakpastian hasil penelitian terdahulu, maka peneliti tertarik untuk mengambil topik mengenai variabel tersebut dengan menggunakan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Maka dapat ditarik judul **“Pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* dan *Dispersion of Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi. (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar pada Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2020)”**

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan pemaparan pada latar belakang diatas, maka rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah *Free Cash Flow* (FCF) berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020?
2. Apakah *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020?
3. Apakah *Dispersion of Ownership* berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020?
4. Apakah ukuran perusahaan mampu memoderasi *Free Cash Flow*, terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020?

5. Apakah ukuran perusahaan mampu memoderasi *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020?
6. Apakah ukuran perusahaan mampu memoderasi *Dispersion of Ownership* terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020?

1.3. Tujuan

Berdasarkan hasil rumusan masalah diatas, maka tujuan dari penelitian ini yaitu untuk:

1. Untuk mengetahui pengaruh *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020.
2. Untuk mengetahui pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020.
3. Untuk mengetahui pengaruh *Dispersion of Ownership* terhadap kebijakan dividen pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020.
4. Untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020.

5. Untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020.
6. Untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada *Dispersion of Ownership* terhadap kebijakan dividen pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2020.

1.4. Manfaat

Manfaat dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1.4.1. Manfaat teoritis

Penelitian ini bertujuan untuk menguji kebijakan dividen yang dipengaruhi oleh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* dan *Dispersion of Ownership* serta menguji kekuatan moderasi dari ukuran perusahaan pada *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, dan *Dispersion of Ownership* secara parsial terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini diharapkan mampu menambah ilmu pengetahuan mengenai kebijakan dividen, serta pengembangan teori-teori yang terkait.

1.4.2. Manfaat praktis

Secara praktis dapat menjadi tambahan referensi dan pertimbangan bagi para investor dalam memilih perusahaan untuk berinvestasi di pasar modal. Selain itu, diharapkan dapat menjadi acuan bagi perusahaan

dalam memutuskan pembayaran kebijakan dividen. Bagi peneliti selanjutnya dapat dikembangkan dengan penelitian yang lebih kompleks dan menjadi bahan referensi atau pembanding dari pengembangan penelitian yang akan datang.

1.5. Batasan Penelitian

Penulis melakukan batasan penelitian ini agar hasil yang diperoleh lebih terarah dan dapat dimanfaatkan dengan baik. Penelitian ini memfokuskan pada analisis pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* dan *Dispersion of Ownership* terhadap kebijakan dividen dengan menggunakan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Menggunakan objek pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode mulai dari 2018 hingga 2020. Dengan kriteria perusahaan yang telah membagikan dividen selama tiga tahun berturut-turut selama periode pengamatan.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Hasil-hasil penelitian terdahulu

Penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan sudah sering ditemukan, salah satunya Meidawati et al. (2019) melakukan penelitian mengenai variabel yang dapat mempengaruhi keputusan pembayaran dividen. Penelitian tersebut menyatakan bahwa variabel yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan adalah ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan dapat mencerminkan jika semakin besara perusahaan makan semakin tinggi pula dividen yang akan dibayarkan.

Penelitian oleh Dewasiri et al. (2019) yang berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Dengan menggunakan Binary Logistic untuk mengungkapkan variabel yang berpengaruh pada kebijakan dividen. Sampel yang dipakai adalah 191 perusahaan Srilanka. Menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat dipengaruhi oleh pendapatan, *Investment Opportunity Set*, profitabilitas, *Free Cash Flow*, kepemilikan, ukuran perusahaan dan pengaruh industri.

Penelitian yang dilakukan oleh Paramitha & Arfan (2017) yang bertujuan untuk melihat pengaruh variabel collateralize aset, *Dispersion of Ownership*, *Free Cash Flow*, dan *Investment Opportunity Set* terhadap dividen kas . Dengan 5 tahun periode pengamatan pada tahun 2011 hingga 2015 pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, diperoleh populasi sebanyak 19 perusahaan yang membagikan dividennya

berturut-turut dari tahun 2011 hingga 2015. Penelitian ini menunjukkan bahwa *collateralizable aset*, *Dispersion of Ownership* dan *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh terhadap dividen kas. Variabel yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen yaitu variabel *Free Cash Flow*.

Penelitian Lailiyah & Abadi (2021) yang membahas mengenai pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen. *Agency cost* diproksikan oleh variabel insider ownership, *Dispersion of Ownership*, *Free Cash Flow*, dan *collateralizable assets*. Objek penelitian yang dilakukan yaitu pada perusahaan manufaktur dengan periode pengamatan selama 8 tahun mulai dari tahun 2012 sampai 2019. Dengan menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan dan analisis data menggunakan analisis regresi linear berganda, menunjukkan hasil penelitian bahwa penyebaran kepemilikan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen, penelitian ini menjelaskan bahwa semakin besar persebaran saham yang dilakukan oleh perusahaan dapat mempengaruhi pembayaran dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan. *Free Cash Flow* dan *collateralizable assets* sebagai salah satu variabel yang mewakili *agency cost* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap pembayaran dividen, semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin tinggi pula pembayaran dividen yang dibagikan. Terdapat satu variabel yang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen,

yaitu *insider ownership*. Hal ini dikarenakan presentase kepemilikan insider dalam perusahaan sangat sedikit.

Ulfa et al. (2020) meneliti mengenai profitabilitas, likuiditas, kebijakan hutang, *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan sampel pada perusahaan industry barang konsumsi. Dengan periode pengamatan pada tahun 2015 hingga 2018, diperoleh sampel yang sesuai yaitu 20 perusahaan. Untuk mengolah data penelitian menggunakan bantuan software SPSS dengan uji *Moderated Regression Analysis*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang positif dan signifikan. Sedangkan variabel lain seperti likuiditas, kebijakan hutang, dan *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan mampu memoderasi kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan tidak memperkuat hubungan profitabilitas, likuiditas dan arus kas bebas terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Oktarini (2019) yang berjudul pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen melalui *debt policy* sebagai pemediasi. Populasi pada penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2011 hingga 2015. Dengan menggunakan metode analisis jalur dengan bantuan software AMOS. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* dan *Investment Opportunity Set* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan kepemilikan manjerial

tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Namun kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan variabel *Free Cash Flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel kebijakan hutang mampu memediasi *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen.

Penelitian oleh Suhartono et al., (2021) yang ingin menguji pengaruh variabel *Free Cash Flow* dan *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini mengambil populasi pada perusahaan industry plastic dan kemasan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode selama 5 tahun yaitu tahun 2013-2017. Analisis data yang digunakan adalah regresi linear berganda. Penelitian ini menyatakan jika FCF secara parsial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel IOS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Hartono et al., (2021) yang melakukan penelitian pada perusahaan *real estate, property*, dan konstruksi bangunan pada periode 2013-2019. Penelitian ini bertujuan untuk menguji variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen ketika distribusi dividen tidak konsisten. Dengan mengambil populasi pada perusahaan sektor real estate, property, dan konstruksi bangunan sejumlah 133 maka ditemukan 19 sampel dengan teknik *purposive sampling*. Metode yang digunakan pada penelitian ini yaitu regresi data panel berganda dengan pendekatan *Least*

Squares Dummy Variables. Pada penelitian ini menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara itu variabel *Free Cash Flow* yang mewakili biaya agensi menunjukkan jika *Free Cash Flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembayaran dividen. Dalam penelitian ini juga menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan dividen.

Hasil penelitian oleh Nurwulandari (2020) yang mengkaji secara empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Indonesia Sharia Stock Index (ISSI) pada periode 2015-2017. Untuk mengambil sampel data menggunakan *purposive sampling* sehingga ditemukan sampel yang sesuai dengan kriteria yaitu 15 perusahaan. Dengan menggunakan analisis regresi linear, menunjukkan jika *Investment Opportunity Set* memiliki pengaruh yang negatif dan memiliki pengaruh terhadap pembayaran dividen. Sedangkan, *Return on Assets* memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan Lutfiana, Fina Bunga & Riduwan (2018) yang menguji mengenai pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* dan leverage terhadap kebijakan dividen. dengan menggunakan populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2014-2016, diperoleh sampel sebanyak 24 perusahaan yang telah memenuhi kriteria menggunakan *purposive sampling*. Dalam menganalisis data menggunakan regresi linear berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan

dividen, yang berarti kas berlebih yang dimiliki perusahaan dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Variabel *Investment Opportunity Set* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian oleh Trisna & Gayatri (2019) dengan populasi pada seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2013-2017. Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh *Free Cash Flow* dan *leverage* terhadap kebijakan dividen dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi. Dengan menentukan sampel menggunakan *purposive sampling* maka diperoleh sampel sebanyak 10 perusahaan dengan 39 pengamatan. Hasil yang diperoleh yaitu *Free Cash Flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan *leverage* memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian ini juga ditemukan bahwa ukuran perusahaan mampu memperkuat variabel *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen.

Penelitian untuk mengetahui pengaruh mengenai penyebaran kepemilikan terhadap kebijakan dividen dilakukan oleh Vidia & Darmayanti (2016) yang berjudul “Pengaruh Penyebaran Kepemilikan, Jaminan Aset, Jaminan Aset, Posisi Kas dan *Return on Assets* Terhadap Kebijakan Dividen”. Lokasi penelitian ini yaitu pada perusahaan yang tergabung dalam sektor aneka industri yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2010-2014. Dari 40 perusahaan yang terdaftar sebagai perusahaan aneka industri di Bursa Efek Indonesia, diperoleh 8 sampel yang mampu mewakili penelitian ini. Dengan menggunakan uji

asumsi klasik dan regresi linear berganda menunjukkan hasil penelitian bahwa penyebaran kepemilikan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, jaminan aset memiliki pengaruh yang signifikan namun negatif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel posisi kas dan ROA memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Hasanuh (2019) mengenai pengaruh *Investment Opportunity Set* dan ukuran perusahaan terhadap dividen kas. Dengan mengambil populasi pada perusahaan yang terdaftar pada LQ45 periode 2015-2017, maka diperoleh sampel sebanyak 15 perusahaan menggunakan teknik *purposive sampling*. Menyatakan bahwa variabel IOS memiliki pengaruh yang positif terhadap dividen kas. Sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap dividen kas.

Penelitian yang dilakukan oleh Suartawan & Yasa (2017) bertujuan untuk mengetahui pengaruh kesempatan investasi dan arus kas bebas perusahaan pada kebijakan dividen dan nilai perusahaan. dengan melakukan pengamatan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2013 maka ditemukan sampel berjumlah 25 perusahaan. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis jalur. Ditemukan bahwa *investment opportunity set* dan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. *Investment opportunity set* berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. kebijakan

dividen tidak mampu memediasi pengaruh *Free cash flow* pada nilai perusahaan.

Hasil penelitian Waruwu & Amin (2014) meneliti mengenai biaya keagenan dan siklus kehidupan perusahaan terhadap kebijakan dividen. Data diperoleh melalui data sekunder pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009 hingga 2011, dari populasi tersebut diperoleh sampel sebanyak 58 perusahaan menggunakan teknik *purposive sampling*. Analisis data menggunakan regresi linear sederhana menggunakan SPSS. Hasil penelitian menunjukkan bahwa biaya keagenan yang diprosikan dengan *insider ownership*, persebaran kepemilikan dan kepemilikan institusional, dari variabel tersebut kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel *insider ownership*, persebaran kepemilikan serta siklus kehidupan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian oleh Puspita et al. (2021) mengenai ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada kesempatan investasi. Dengan menggunakan sampel 50 perusahaan *high profile* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2017-2019. Untuk menguji hipotesis dengan menggunakan model SEM PLS, menunjukkan hasil jika kesempatan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan mampu memoderasi *investment opportunity set* terhadap nilai perusahaan secara signifikan. Penelitian ini mengatakan jika pengaruh antara

kesempatan investasi perusahaan dan nilai perusahaan akan lebih kuat jika ukuran perusahaan semakin besar.

Penelitian yang dilakukan oleh Fatmawati (2013) dengan menggunakan populasi pada perusahaan LQ-45 pada tahun 2010-2013, ditemukan sampel sebanyak 19 perusahaan. dengan menguji penelitian dengan regresi berganda dengan SPSS 21. Hasil penelitian yang menguji tentang kesempatan investasi, *free cash flow*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen ini menunjukkan jika *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kesempatan investasi pada penelitian ini tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan profitabilitas memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian mengenai ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi terhadap kepemilikan publik dilakukan oleh Oktriani & Arza (2018). Penelitian menggunakan populasi pada perusahaan manufaktur pada tahun 2014-2016 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang diperoleh yaitu 89 perusahaan. Pengujian data menggunakan teknik Moderated Regression Analysis (MRA). Hasil penelitian menunjukkan bahwa persebaran kepemilikan memiliki pengaruh negative terhadap pengungkapan sukarela. Ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi mampu memperkuat pengaruh persebaran kepemilikan terhadap pengungkapan sukarela.

Hasil penelitian oleh Arofah et al. (2017) mengenai ukuran perusahaan sebagai moderasi terhadap kepemilikan publik. Analisis data menggunakan

analisis regresi berganda dengan total sampel sebanyak 26 perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di Indeks LQ-45 pada tahun 2013-2015. Hasil penelitian menyatakan jika kepemilikan publik tidak berpengaruh terhadap audit *delay*, naik atau turunnya presentase kepemilikan publik tidak berpengaruh terhadap audit delay. Ukuran perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan publik terhadap audit delay, besar kecilnya aset suatu perusahaan tidak mampu meningkatkan pengaruh kepemilikan publik, komite audit dan laba rugi terhadap audit delay.

Tabel 2. 1
Penelitian Terdahulu

No.	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Metode analisis data	Hasil penelitian
1.	Meidawati et al., (2019) <i>Jurnal Mitra Manajemen</i>	Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen	Analisis Regresi Berganda	Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan likuiditas berpengaruh negatif signifikan.
2.	Dewasiri et al., (2019) <i>Journal Managerial Finance</i>	<i>Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market</i>	Analisis <i>Binary Logistic Regression</i>	Kebijakan dividen dapat dipengaruhi oleh pendapatan, <i>Investment Opportunity Set</i> , profitabilitas, <i>Free Cash Flow</i> , kepemilikan, ukuran perusahaan dan pengaruh industri.
3.	Paramitha & Arfan, (2017)	<i>The Effect of Collateralizable Assets, Dispersion of Ownership, Free Cash</i>	Analisis Regresi Sederhana	<i>Collateralizable assets</i> tidak berpengaruh terhadap dividen. <i>Dispersion of Ownership</i> tidak berpengaruh terhadap pembayaran

	<i>Proceedings of AICS-Social Sciences</i>	<i>Flow and Investment Opportunity Set on Cash Dividend of Manufacturing Companies Listed In Indonesia Stock Exchange</i>		dividen. <i>Free Cash Flow</i> memiliki hubungan positif terhadap pembayaran dividen. <i>Investment Opportunity Set</i> tidak berpengaruh terhadap pembayaran dividen
4.	Lailiyah & Abadi, (2021) <i>JURNAL AKUNTANSI DAN BISNIS: Jurnal Program Studi Akuntansi</i>	<i>Agency cost dan Kebijakan Dividen</i>	Analisis regresi linear berganda	<i>Insider ownership</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. sedangkan variabel <i>Dispersion of Ownership</i> memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. <i>Free Cash Flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
5.	Ulfa et al. (2020)	Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Kebijakan	<i>Moderated Regression Analysis</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang positif dan signifikan. Sedangkan variabel lain

		Hutang, <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Moderasi		seperti likuiditas, kebijakan hutang, dan <i>free cash flow</i> tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. ukuran perusahaan mampu memoderasi kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan tidak memeperkuat hubungan profitabilitas, likuiditas dan arus kas bebas terhadap kebijakan dividen.
6.	Oktarini, (2019) <i>Jurnal Widya Manajemen</i>	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> , <i>Investment Opportunity Set</i> , <i>Managerial Ownership</i> Terhadap Dividen <i>Policy</i> melalui <i>Debt Policy</i> Sebagai Pemediasi	Analisis Jalur	<i>Free Cash Flow</i> dan <i>Investment Opportunity Set</i> memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, kepemilikan manjerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. <i>Free Cash Flow</i> tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel kebijakan hutang

				mampu memediasi <i>Investment Opportunity Set</i> terhadap kebijakan dividen.
7.	Suhartono (2021) <i>Jurnal Manajemen</i>	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> dan <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Kebijakan Dividen	Analisi Regresi Linear Berganda	Hasil penelitian menunjukkan jika variabel <i>Free Cash Flow</i> memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Variabel <i>Investment Opportunity Set</i> juga memiliki pengaruh yang signifikan dan <i>negative</i> terhadap kebijakan dividen
8.	Hartono (2021) <i>Media Ekonomi dan Manajemen</i>	<i>The Determinants of Dividend Policy: An Empirical Study of Inconsistent Distribution of Dividends Using Balanced Panel Data Analysis</i>	Regresi data panel berganda	Pada penelitian ini <i>Investment Opportunity Set</i> memiliki pengaruh yang <i>negative</i> terhadap kebijakan dividen. Sementara itu variabel <i>Free Cash Flow</i> yang mewakili biaya agensi menunjukkan jika <i>Free Cash Flow</i> tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembayaran

				dividen. Dalam penelitian ini juga menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan dividen.
9.	Nurwulandari (2020) <i>International Journal of Islamic Khazanah</i>	<i>The Impact of Investment Opportunity Asset, Return on Assets, and Sales Growth on Dividend Policy: Empirical Analysis of Manufacturing Companies Listed in the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) from 2015-2017</i>	Analisis Regresi Linear	Penelitian menunjukkan jika <i>Investment Opportunity Set</i> memiliki pengaruh yang negatif dan memiliki pengaruh terhadap pembayaran dividen. Sedangkan, <i>Return on Asests</i> memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen.
10.	Lutfiana, Fina Bunga & Riduwan, (2018)	Pengaruh <i>Free Cash Flow, Investment Opportunity Set</i> Dan	Analisis Regresi Linear Berganda	<i>Free Cash Flow</i> memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, yang berarti kas berlebih yang dimiliki perusahaan

	<i>Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi</i>	<i>Leverage Terhadap Kebijakan Dividen</i>		dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Variabel <i>Investment Opportunity Set</i> tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.
11.	Trisna & Gayatri, (2019) <i>E-Jurnal Akuntansi</i>	Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> dan <i>Leverage Terhadap Kebijakan Dividen</i>	Moderated Regression Analysis (MRA)	<i>Free Cash Flow</i> memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen, Sedangkan leverage memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian ini juga ditemukan bahwa ukuran perusahaan mampu memperkuat variabel <i>Free Cash Flow</i> terhadap kebijakan dividen.
12.	Vidia & Darmayanti, (2016) <i>E-Jurnal Manajemen</i>	Pengaruh Penyebaran Kepemilikan, Jaminan Aset, Posisi Kas, dan <i>Return on Assets</i>	Analisis Regresi Linear Berganda	Penyebaran kepemilikan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, jaminan aset memiliki pengaruh yang signifikan namun negatif terhadap

	<i>Universitas Udayana</i>	Terhadap Kebijakan Dividen		kebijakan dividen. Sedangkan variabel posisi kas dan ROA memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.
13.	Hasanuh, (2019) <i>Jurnal SEKURITAS (Saham, Ekonomi, Keuangan Dan Investasi)</i>	Pengaruh <i>Investment Opportunity Set</i> dan Ukuran Perusahaan terhadap Deviden Kas	Analisis Regresi Linear Berganda	Variabel IOS memiliki pengaruh yang positif terhadap dividen kas. Sedangkan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap dividen kas
14.	Suartawan & Yasa, (2017) <i>Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis</i>	Pengaruh <i>Investment Opportunity Set</i> dan <i>Free Cash Flow</i> Pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan	Analisis Jalur	<i>Investment opportunity set</i> dan <i>free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. <i>Investment opportunity set</i> berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen. kebijakan dividen tidak mampu memdiiasi pengaruh <i>Free cash flow</i> pada nilai perusahaan.

15.	Waruwu & Amin, (2014) <i>Jurnal Akuntansi Trisakti</i>	Pengaruh <i>Agency Cost</i> dan Siklus Kehidupan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen	Analisis regresi sederhana	Hasil penelitian menunjukkan bahwa biaya keagenan yang diproksikan dengan <i>insider ownership</i> , persebaran kepemilikan dan kepemilikan institusional, dari variabel tersebut kepemilikan institusional memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel <i>insider ownership</i> , persebaran kepemilikan serta siklus kehidupan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
16.	Puspita et al., (2021) <i>Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, dan Akuntansi)</i>	<i>Moderating Effect of Firm Size on Firm Value with Investment Opportunity Set and Intellectual Capital As Antecedent Variables</i>	<i>Partial Least Square</i>	Hasil penelitian menunjukkan Jika kesempatan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan mampu memoderasi pada <i>investment opportunity set</i>

				terhadap nilai perusahaan secara signifikan.
17.	Fatmawati (2013) <i>Jurnal Ilmiah MIPA</i>	Pengaruh <i>Investment Opportunity Set, Free Cash Flow</i> , dan profitabilitas terhadap <i>Dividend Payiut Ratio</i>	Analisis regresi berganda	Hasil penelitian yang menguji tentang kesempatan investasi, <i>free cash flow</i> , dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen ini menunjukkan jika <i>free cash flow</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. kesempatan investasi pada penelitian ini tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan profitabilitas memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.
18.	Oktriani & Arza, (2018) <i>Jurnal Wahana Riset Akuntansi</i>	Pengaruh <i>Listing Age</i> dan <i>Ownership Dispersion</i> Terhadap Luas Pengungkapan Sukareka dengan <i>Firm</i>	<i>Moderated Regression Analysis</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa persebaran kepemilikan memiliki pengaruh negative terhadap pengungkapan sukarela. Ukuran perusahaan sebagai variabel

		<i>Size</i> Sebagai Variabel Pemoderasi		moderasi mampu memperkuat pengaruh persebaran kepemilikan terhadap pengungkapan sukarela.
19.	Arofah et al., (2017) <i>Jurnal Akuntansi dan Sistem Teknologi Informasi</i>	Ukuran Perusahaan Sebagai Pemoderasi Pengaruh Kepemilikan Publik Komite Audit dan Laba Rugi Terhadap Audit Delay	Analisis Regresi Linear Berganda	Hasil penelitian menyatakan jika kepemilikan publik tidak berpengaruh terhadap audit delay, naik atau turunnya presentase kepemilikan publik tidak berpengaruh terhadap audit delay. Ukuran perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan publik terhadap audit delay, besar kecilnya aset suatu perusahaan tidak mampu meningkatkan pengaruh kepemilikan publik, komite audit dan laba rugi terhadap audit delay

Sumber: Data diolah, 2022

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya yang pernah dilakukan. Berdasarkan hasil penelitian terdahulu, terdapat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Penelitian ini memiliki kesamaan dalam menentukan kebijakan dividen menggunakan variabel *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan *dispersion of ownership*. Pengamatan objek pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan perbedaan dari adalah menggunakan variabel ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi dengan menggunakan metode *Moderated Regression Analysis* (MRA) dan bantuan alat software SPSS versi 26 untuk mengolah data. Pengamatan objek pada penelitian ini yaitu selama tiga tahun yaitu pada tahun 2018-2020.

2.2. Kajian Teori

2.2.1. Kebijakan Dividen

Pemenuhan kewajiban kepada pemegang saham berupa dividen menjadi salah satu prioritas manajemen dalam pengelolaan perusahaan, Jika tingkat atau pencapaian laba perusahaan sudah tercapai, maka keuntungan akan labanya dapat dibagikan dalam bentuk dividen. Dividen merupakan hal yang penting bagi perusahaan, karena berkaitan dengan alokasi pendapatan dari pertumbuhan perusahaan dan kemakmuran bagi para pemegang sahamnya. Dividen didefinisikan sebagai keuntungan yang diperoleh perusahaan untuk dibagikan kepada para pemegang saham sesuai dengan kepemilikan saham yang telah ditanamkan pada perusahaan. Untuk

mengetahui besaran dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan, maka diperlukan keputusan dari pihak manajemen perusahaan. Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai besaran jumlah laba yang akan diberikan kepada pemegang saham dan keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan yang akan digunakan untuk investasi perusahaan (Damayanti et al., 2017).

Kebijakan dividen menurut Martono & Harjito (2014) menjelaskan bahwa apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham atau sebagai laba ditahan untuk biaya investasi di masa depan. Kebijakan dividen menurut Samrotun (2015) adalah keputusan manajemen terkait laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba ditahan untuk pembiayaan investasi di masa depan. Kebijakan dividen merupakan proporsi laba yang dibayarkan kepada pemegang saham, besaran dividen yang dibagikan kepada pemegang saham bergantung oleh keputusan yang diambil perusahaan dengan beberapa aspek yang dapat mempengaruhinya. Dengan membayarkan dividen kepada pemegang saham atau investor, investor meyakini bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus di masa mendatang. (Vidia & Darmayanti, 2016). Kebijakan dividen harus menghasilkan keputusan bahwa pendistribusian tersebut merupakan alternatif yang paling menguntungkan diantara alternatif yang tersedia. Kebijakan dividen juga bukan hanya memperdebatkan mengenai besaran atau jumlah keuntungan yang akan dibagikan, melainkan juga mengenai

bagaimana pola pendistribusian dividen yang telah ditetapkan jumlahnya apakah ditetapkan dalam bentuk kas, saham atau berbentuk pembelian kembali saham yang beredar (Sugeng, 2019).

Menurut Kieso (2017) terdapat 4 jenis dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang sahamnya, yaitu:

1. Dividen tunai (*Cash Dividend*), merupakan laba yang diperoleh perusahaan yang biasanya dibagikan dalam bentuk rupiah atau presentase. Perusahaan harus memastikan jika uang tunai yang tersedia untuk dibagikan sebagai dividen tunai telah mencukupi. Pembayaran dividen secara tunai dapat mengurangi laba ditahan serta kas yang dimiliki perusahaan.
2. Dividen saham (*Stock Dividend*), yaitu keuntungan perusahaan yang dibagikan untuk pemegang sahamnya dalam bentuk saham baru dari perusahaan itu sendiri. Sehingga terjadi kenaikan lembar saham bagi para pemegang saham.
3. Dividen Properti (*Property Dividend*), merupakan laba usaha yang dibagikan dalam bentuk aset perusahaan. Aset yang dimaksud dapat berupa surat berharga yang dimiliki perusahaan, atau bentuk aset lainnya.
4. Dividen Likuiditas (*Liquidating Dividend*), merupakan dividen yang dibagikan dalam berbagai bentuk. Bukan berdasarkan pada besarnya laba usaha atau saldo laba ditahan perusahaan. Dividen likuiditas

merupakan pengembalian (*return*) modal oleh perusahaan kepada pemilik yang melakukan investasi di perusahaan tersebut.

1) Teori kebijakan dividen

Terdapat beberapa teori yang relevan mengenai kebijakan dividen. Teori kebijakan dividen menurut Brigham & Houston (2019) yaitu:

1. Dividend Irrelevance Theory

Teori yang digagas oleh Modigliani dan Miller ini menyatakan jika pembayaran dividen tidak berhubungan dengan kesejahteraan para pemegang sahamnya. Dalam hal ini, nilai perusahaan atau harga saham ditentukan dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, bukan ditentukan pada besar atau kecilnya pembagian dividen.

Teori M&M menyatakan jika adanya tidak keterkaitannya dividen berargumen bahwa nilai perusahaan ditentukan dari kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari kebijakan investasi ataupun dari aset-aset perusahaan. Teori M&M berasumsi bahwasannya peningkatan dividen akan diiringi dengan pendanaan eksternal guna keperluan investasi (Van Horne & Wachowicz, 2007). Pendapatan yang disisihkan untuk membayarkan dividen akan mengurangi biaya investasi perusahaan di masa depan. Oleh karena itu salah satu alternatif bagi manajemen perusahaan yaitu dengan menerbitkan sejumlah saham baru. Ketika perusahaan menerbitkan sejumlah saham baru maka akan berdampak pada penurunan nilai saham (Darmawan, 2018).

2. *The Bird in the Hand Theory*

Beberapa investor tertentu pastinya memiliki prioritas tersendiri, investor akan memilih untuk menerima dividen daripada keuntungan yang diperoleh dari *capital gain*. Teori yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (1959) berpendapat bahwa meningkatnya dividen akan meningkatkan harga saham, yang nantinya akan berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Keuntungan yang diharapkan oleh investor di masa depan mengandung ketidakpastian. Oleh karena itu, pembayaran dividen sekarang akan mengurangi ketidakpastian investor dalam mendapatkan dividennya. Sehingga investor cenderung akan menempatkan nilai saham perusahaan di tempat yang tinggi.

Teori ini merupakan pernyataan yang bertentangan antara Gordon dan Lintner dengan Modigliani dan Miller. Gordon dan Lintner menyatakan bahwa investor lebih menyukai pembayaran dividen daripada *capital gain*. Karena pembayaran dividen merupakan penerimaan yang lebih pasti dibandingkan dengan *capital gain*.

3. *Tax Preference Theory*

Teori mengenai preferensi pajak pertama kali digagas oleh Litzenger dan Ramaswamy (1979) yang mengemukakan bahwa Ketika seorang investor menerima keuntungan yang didapatkan dari perusahaan baik dividen ataupun *capital gain* akan dikenai pajak. Teori

preferensi pajak ini mempermasalahkan asumsi teori yang digagas oleh Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa keuntungan yang dibagikan oleh perusahaan tidak mengandung pajak. Ketika seorang investor memiliki dividen maka pada saat dividen diterima akan langsung dikenai pajak. Sehingga investor lebih senang ketika mendapatkan dividen yang rendah dan lebih memilih untuk menerima *capital gain*. Karena ketika investor menjual kepemilikan sahamnya, maka pajak akan dibayar setelahnya. Sehingga investor dapat melakukan penundaan pembayaran pajak.

Teori ini menyatakan bahwa investor lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah. Hal ini berkaitan dengan pajak yang harus dibayarkan oleh pemegang saham, pembayaran dividen yang tinggi menimbulkan beban pajak yang tinggi pula. Oleh karena itu, dividen yang rendah akan membantu investor menunda pajak pendapatan sehingga memaksimalkan *return* setelah pajak atas investasinya.

4. *The Residual Theory of Dividends*

Residual theory lebih mempertimbangkan kesempatan investasi perusahaan, mempertimbangkan target struktur modal perusahaan untuk menentukan besaran modal yang digunakan untuk kebutuhan investasi, serta memanfaatkan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan modal sendiri. Sehingga pembayaran dividen akan dibagikan Ketika perusahaan memiliki dana yang tersisa setelah penempatan investasinya.

Model teori *residual* ini berkembang karena perusahaan lebih menyukai laba ditahan daripada menerbitkan saham baru. Karena ketika perusahaan menerbitkan saham maka akan menimbulkan biaya emisi saham (Darmawan, 2018).

Teori ini mengatakan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan seharusnya dipandang sebagai nilai residu, yaitu merupakan hasil pengurangan antara laba bersih dan *retained earnings* yang digunakan untuk kebutuhan investasi perusahaan. Perusahaan baru akan membayarkan dividen apabila keuntungan perusahaan tidak digunakan dalam pembayaran investasi.

Untuk mengetahui besaran dividen yang akan didistribusikan kepada investor yaitu dengan menghitung *Dividend Payout Ratio* (DPR). *Dividend Payout Ratio* (DPR) merupakan rasio presentase laba perusahaan yang akan dibagikan dalam bentuk dividen tunai dengan laba bersih per saham (Wahjudi, 2020). Berikut merupakan formula yang dapat digunakan untuk menghitung rasio kebijakan dividen.

$$DPR = \frac{\text{Dividend per Share (DPS)}}{\text{Earning per Share (EPS)}}$$

2) Kebijakan Dividen dalam Perspektif Islam

Dividen merupakan laba yang diperoleh dari hasil operasional yang dilakukan oleh perusahaan yang nantinya akan dibagikan kepada para pemegang saham. Dividen merupakan harta kekayaan yang harus

didistribusikan, harta dalam Islam disebut sebagai *al-mal*. Manusia membutuhkan harta untuk memenuhi kebutuhannya. Harta kekayaan dilarang untuk beredar dikelompok tertentu saja. Pembagian harta dalam Al-Quran termuat dalam Surat Al-Hasyr ayat 7:

الْقُرْبَىٰ وَلِذِي الرَّسُولِ فَلِلَّهِ الْقُرَىٰ أَهْلِ مِنْ رَسُولِهِ ۚ عَلَى اللَّهِ أَفَاءَ مَا
مِنْكُمْ إِلَّا غَنِيَاءَ بَيْنَ ۚ دُولَةً يَكُونُ لَا كَيْ السَّبِيلِ وَابْنِ وَالْمَسْكِينِ وَالْيَتَامَىٰ
شَدِيدُ اللَّهِ ۚ إِنَّ اللَّهَ وَاتَّقُوا فَانْتَهُوا عَنْهُ نَهَكُمْ وَمَا فَخَذُوهُ الرَّسُولُ اتَّكُمْ وَمَا
الْعَقَابِ

“Apa saja harta rampasan (fa’i) yang diberikan Allah kepada Rasul-Nya (dari harta benda) yang berasal dari penduduk kota-kota maka adalah untuk Allah, untuk Rasul, kaum kerabat, anak-anak yatim, orang-orang miskin dan orang-orang yang dalam perjalanan, agar harta itu jangan beredar diantara orang-orang kaya saja diantara kamu. Apa yang diberikan Rasul kepadamu, maka terimalah. Dan apa yang dilarangnya bagimu, maka tinggalkanlah. Dan bertakwalah kepada Allah. Sesungguhnya Allah amat keras hukumannya”

Berdasarkan Tafsir oleh Ibnu Kasir ayat yang terkandung pada Surat Al-Hasyr ayat 7 menyebutkan agar harta tidak beredar diantara orang-orang tertentu saja. Ibnu Kasir menafsirkan bahwa perintah untuk tidak memonopoli harta kepada orang-orang kaya. Tetapi harta kekayaan hendaknya dibagikan kepada orang-orang yang berhak mendapatkannya. Dalam ayat tersebut mengartikan mengenai pembagaian kekayaan secara adil. Bahwa harta sebaiknya tidak menjadi milik kelompok tertentu saja tetapi harus dibagikan agar dapat dinikmati oleh semua anggota.

Hal ini serupa dengan konsep pembagian dividen yang merupakan harta perusahaan yang dimiliki berupa laba yang dibagikan oleh perusahaan.

Keuntungan yang dimiliki tersebut tidak hanya dibagikan kepada kelompok tertentu saja, melainkan dibagikan kepada para pemegang sahamnya.

2.2.2. Teori Agensi (*Agency Theory*)

Teori keagenan menurut Supriyono (2018) yaitu hubungan yang terjadi antara pemegang saham yang bertindak sebagai prinsipal dan manajer perusahaan yang berperan sebagai agen. Hubungan ini dimana *principal* memberi wewenang kepada agen mengenai pembuatan keputusan yang terbaik. *Principal* lebih mengutamakan kepentingan mengoptimalkan laba perusahaan sehingga meminimalisir beban. Dalam teori keagenan, hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) yang merekrut orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agent tersebut. Masalah keagenan dapat terjadi jika adanya ketidaksamaan tujuan antara pihak internal perusahaan dan pihak *principal* (pemegang saham). Manajer cenderung ingin menggunakan laba yang dihasilkan perusahaan dengan porsi yang lebih besar sebagai saldo laba yang nantinya akan digunakan untuk keperluan pembayaran hutang kepada kreditor maupun untuk melakukan ekspansi perusahaan. Sebaliknya, pemegang saham cenderung menginginkan laba yang dihasilkan perusahaan untuk dibagikan sebagai pembayaran dividen dengan porsi yang lebih besar (Sidharta & Nariman, 2021). Dengan demikian, setiap keputusan manajer adalah keputusan yang bertujuan untuk memaksimalkan sumber daya perusahaan. Apabila manajer

bertindak untuk mementingkan kepentingan individunya daripada kepentingan pemegang saham maka perusahaan akan dirugikan.

Teori keagenan menurut Jensen & Meckling (1976) menyatakan jika teori agensi merupakan hubungan keagenan dimana satu atau lebih *principal* (pemilik) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk melakukan layanan tertentu atas nama mereka dan mendelegasikan kekuasaan pengambilan keputusan kepada agen. Berdasarkan teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen & Meckling (1976) hal yang menimbulkan konflik antara seorang *agent* (manajer) dengan *principal* dalam kasus ini adalah pemegang saham mengenai pengambilan keputusan yang berhubungan dengan keputusan keuangan. Masalah keagenan muncul karena manajer (*agent*) dan pemegang saham (*principal*) memiliki tujuan yang berbeda. Konflik lain yang muncul antara lain manajer dan pemegang saham menginginkan laba yang diperoleh oleh perusahaan untuk pemegang saham. Sedangkan manajer lebih ingin menggunakan laba yang diperoleh untuk keberlangsungan hidup perusahaan (Hasanuddin, 2021).

Konflik keagenan ini dapat diminimalisir, namun mekanisme tersebut dapat menimbulkan biaya-biaya. Biaya ini disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*) (Jensen, 1986). Untuk mengontrol perilaku agen yaitu dengan:

- a. Pengeluaran untuk memantau tindakan manajer (*The Monitoring Expenditure by the Principal*)

- b. Pengeluaran biaya oleh pihak *principal* yaitu dengan biaya untuk pengendalian terhadap agen. Sehingga kemungkinan timbulnya perilaku manajer yang tidak dikehendaki semakin kecil (*The Bonding Cost*)
- c. *Residual lost*, yaitu pengorbanan karena berkurangnya kesempatan untuk memperoleh laba karena dibatasinya kewenangan atau adanya perbedaan keputusan antara kedua belah pihak (*principal* dan *agent*).

2.2.3. Signalling Theory

Signalling theory merupakan teori yang menekankan tentang pentingnya informasi yang disampaikan oleh perusahaan mengenai keputusan investasi. Seorang investor menganggap bahwa suatu informasi yang lengkap, sesuai dan akurat merupakan hal yang penting. Dengan memberikan pertanda melalui informasi maka investor dapat mengambil mengenai keputusan investasi. *Signalling theory* menandakan ketika pengumuman mengenai pembayaran dividen dapat menarik memberikan pertanda atau signal yang baik bagi para investor untuk mendapatkan keuntungannya. Namun, pertanda ini juga dapat dianggap sebagai pertanda yang buruk jika dividen yang dibayarkan lebih rendah dari pembayaran sebelumnya. Pembayaran dividen yang dibayarkan rendah merupakan pertanda bahwa keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan mengalami penurunan. Sebagai dampaknya signal dapat ditangkap/dianggap tidak baik

yang mengindikasikan bahwa perusahaan tidak mendapatkan keuntungan yang besar. (Hasanuddin, 2021)

Signalling theory menurut Brigham & Houston (2019) adalah sebuah aktivitas atau tindakan perusahaan guna memberikan petunjuk kepada investor terhadap prospek perusahaan. Sinyal atau isyarat tersebut dijadikan sebagai petunjuk untuk investor mengenai keadaan perusahaan sebelum melakukan investasi. Sinyal tersebut dapat berupa informasi atau laporan mengenai kinerja manajemen yang telah dilakukan guna merealisasikan keinginan pemegang saham. Kondisi perusahaan baik saat mengalami keuntungan maupun kerugian dapat dijadikan berita atau sinyal positif dan negatif bagi investor atau pemegang saham. Peningkatan pembayaran dividen merupakan salah satu sinyal kepada investor, meskipun dividen dikenakan pajak yang lebih tinggi dibandingkan dengan capital gain, investor mau membayar pajak yang tinggi atas dividen untuk menukarnya dengan sinyal positif dari dividen sehubungan dengan nilai dari saham.

2.2.4. Free Cash Flow

Kas merupakan salah satu unsur modal kerja yang tingkat likuiditasnya tertinggi. Kas yang dimaksud dapat berupa surat berharga lainnya ataupun uang tunai yang dimiliki perusahaan, serta tabungan jangka pendek atau deposito dan rekening koran yang bentuknya mudah untuk dicairkan. Aliran kas terdiri dari kas masuk dan kas keluar. Ketika kas masuk yang diperoleh

lebih besar daripada aliran kas keluar maka kas akan *surplus*. Namun jika aliran kas masuk lebih kecil daripada aliran kas keluar maka perusahaan akan mengalami kekurangan kas. (Musthafa, 2017). Oleh karena itu perlu dilakukannya manajemen kas untuk merencanakan dan mengendalikan kas perusahaan. Manajemen kas merupakan hal yang penting karena didalamnya meliputi pengelolaan kas untuk menentukan kelancaran operasional perusahaan. Seorang manajer memiliki tanggung jawab dalam mengatur pengelolaan kas perusahaan agar dapat menyediakan kas sesuai dengan kebutuhan di waktu yang tepat (Anwar, 2019).

Free cash flow menurut Jensen (1986) merupakan kelebihan arus kas yang dimiliki oleh manajer dengan mengorbankan investasi dalam proyek-proyek sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. Arus kas bebas adalah arus kas bebas positif yang mencerminkan jumlah laba yang tersedia untuk aktivitas bisnis setelah penyisihan untuk kebutuhan pendanaan dan investasi (Sidharta & Nariman, 2021). Arus kas bebas berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Arus kas bebas (*Free Cash Flow*) dibagi menjadi dua, yaitu arus kas bebas positif dan arus kas bebas negatif. Perusahaan dengan arus kas bebas positif berarti perusahaan memiliki kelebihan arus kas bebas yang dapat

digunakan untuk melakukan investasi (*reinvestment*), membayar hutang, membayar dividen bagi pemegang saham dan dapat digunakan untuk pembelian saham kembali (*buyback*). Perusahaan dengan arus kas bebas negatif berarti perusahaan tidak memiliki arus kas bebas yang cukup, sehingga perusahaan tidak dapat melakukan ekspansi karena perusahaan kekurangan dana (Lutfiana, Fina Bunga & Riduwan, 2018).

Dapat disimpulkan jika arus kas bebas (*Free Cash Flow*) didefinisikan sebagai kas berlebih setelah penempatan aset dan investasi. Perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow* (arus kas bebas) yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mengelola modalnya dengan baik, sehingga memiliki kas berlebih yang dapat digunakan untuk pembelian aset. Menurut Sidharta & Nariman, (2021) untuk menghitung arus kas bebas perusahaan dengan melihat arus kas operasional perusahaan setelah dikurangi dengan penempatan investasi untuk mengembangkan asetnya. Formula untuk menghitung arus kas bebas adalah:

$$FCF = \frac{\text{Operating Cash Flow} - \text{Capital Expenditure}}{\text{Total Assets}}$$

Dalam kajian keislaman, *Free Cash Flow* dikategorikan sebagai *al-mal* (harta) yang baiknya dikelola dan dibagikan. Ayat yang sesuai mengenai *Free Cash Flow* sebagai *al-mal* terdapat dalam Al-Quran Surah An-Nisa ayat 29:

تِجَارَةٌ تَكُونُ أَنْ إِلَّا بِالْبَاطِلِ بَيْنَكُمْ أَمْوَالَكُمْ تَأْكُلُوا لَا أَمْنُوا الَّذِينَ يَأْتِيهَا
رَحِيمًا بِكُمْ كَانَ اللَّهُ إِنَّ ۖ أَنْفُسَكُمْ تَقْتُلُوا وَلَا ۖ مِنْكُمْ تَرَاضٍ عَنْ

“Wahai orang-orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil (tidak benar), kecuali dalam perdagangan yang berlaku atas dasar suka sama suka diantara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu. Sungguh Allah Maha Penyayang kepadamu.” (QS. An-Nisa:29)

Berdasarkan tafsir oleh Wahbah Az-Zuhaili, menafsirkan ayat tersebut bahwa janganlah kalian mengambil harta orang lain dengan cara yang haram dalam jual beli, (jangan pula) dengan riba, judi, merampas, dan penipuan. Akan tetapi diperbolehkan untuk mengambil harta milik selainmu dengan cara berdagang.

Ayat tersebut menjelaskan untuk tidak mengkonsumsi harta dengan cara yang haram. Untuk menghindari perbuatan yang *bathil* cara lain untuk mendapatkan harta yaitu melalui perdagangan. Oleh karena itu, konsep mengenai arus kas berlebih yang merupakan bagian dari harta hendaknya dibagikan dalam bentuk dividen sesuai dengan kajian Islam agar tidak serakah dalam harta.

2.2.5. Investment Opportunity Set

Keputusan mengenai investasi merupakan salah satu fungsi dari manajemen termasuk pengalokasian dana untuk keputusan investasi dengan harapan bahwa perusahaan memperoleh keuntungan yang lebih besar dimasa depan (Hasanuddin, 2021). Keputusan mengenai pemilihan objek dan nilai investasi ke aset dianggap sebagai keputusan yang paling

menguntungkan. Karena merupakan upaya dalam memanfaatkan dana yang tersedia dalam perusahaan. Aset sebagai sumber daya ekonomis dibutuhkan perusahaan untuk menjalankan kegiatan perusahaan untuk mencapai tujuannya dalam memperoleh keuntungan (Sugeng, 2019).

Investment Opportunity Set (IOS) menurut Myers (1977) merupakan definisi mengenai nilai perusahaan sebagaimana merupakan gabungan antara aset yang dimiliki oleh perusahaan dengan pilihan investasi di masa yang akan datang. *Investment Opportunity Set (IOS)* dapat diartikan sebagai dana yang dimiliki oleh perusahaan yang akan digunakan mendatang melalui pengalokasian investasi dengan harapan untuk memperoleh return yang tinggi (Astriani, 2014). Maka dapat disimpulkan bahwa *investment Opportunity Set (IOS)* merupakan pilihan investasi bagi perusahaan demi keberlangsungan hidup perusahaan di masa akan datang dengan harapan untuk memperoleh keuntungan.

Untuk melakukan investasi tentunya memerlukan dana yang besar yang dapat diambil dari modal dalam perusahaan sendiri dan juga hasil dari penjualan saham kepada investor. Perusahaan dengan kinerja baik memiliki kesempatan lebih banyak dalam memilih investasinya. *Investment Opportunity Set (IOS)* merupakan kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Kemampuan perusahaan dalam mengambil kesempatan berinvestasi bersifat tidak dapat diobservasi sehingga untuk menghitung IOS menggunakan proksi. Secara umum untuk

mengukur *Investment Opportunity Set* terdapat perhitungan yang menggunakan proksi, proksi-proksi tersebut yaitu (Lutfiana dan Riduwan, 2018) :

- a. Proksi berdasar pada harga, proksi jenis ini menyatakan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi dibandingkan aktiva riilnya (*assets in place*)
- b. Proksi berdasar pada investasi, yang mengungkapkan mengenai suatu kegiatan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan
- c. Proksi berdasar pada varian, merupakan suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan *variability return* yang mendasari peningkatan aktiva
- d. Proksi gabungan dari proksi individual yang dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi measurement error yang ada pada proksi individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang lebih baik untuk *Investment Opportunity Set*.

Nilai *Investment Opportunity Set* tiap perusahaan dapat berbeda tergantung pada aktiva yang dimiliki. Perusahaan yang memiliki nilai *Investment Opportunity Set* tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Pertumbuhan yang tinggi dibiayai dengan menggunakan dana internal perusahaan yang berdampak pada penurunan dividen. Dalam

penelitian ini proksi yang akan digunakan untuk mengukur *Investment Opportunity Set* (IOS) adalah *Market to Book Value of Equity*. Proksi ini merupakan salah satu proksi harga yang dapat menggambarkan bagaimana pasar memprediksi return sahamnya berdasarkan return dari ekuitasnya (Hasanuh, 2019). *Market to Book Value of Equity* (MVBE) dapat dihitung dengan formula berikut:

$$MVBE = \frac{\text{Total Saham beredar} \times \text{Harga Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Investment Opportunity Set (IOS) dalam kajian keislaman dijelaskan pada Al-Qur'an Surah At-Taubah ayat 34.

أَمْوَالٌ لِّيَأْكُلُونَ وَالرُّهْبَانِ الْأَحْبَارِ مِمَّنْ كَثِيرًا إِنَّ أَمْثُلَ الَّذِينَ يَأْتِيهَا
وَالْفِضَّةَ الذَّهَبَ يَكْنِزُونَ ۗ وَالَّذِينَ اللَّهُ سَبَّحَ عَنْ وَيَصُدُّونَ بِالْبَاطِلِ النَّاسِ
أَلَيْمٌ بِعَذَابٍ ۗ فَبَشِّرْهُمْ اللَّهُ سَبَّحَ فِي يَنْفِقُونَهَا وَلَا

“Wahai orang-orang yang beriman. Sesungguhnya banyak dari orang-orang alim dan rahib-rahib mereka benar-benar memakan harta orang dengan jalan yang batil, dan (mereka) menghalang-halangi (manusia) dari jalan Allah. dan orang-orang yang menyimpan emas dan perak dan tidak menginfakkannya di jalan Allah, maka berikanlah kabar gembira kepada mereka, (bahwa mereka akan mendapat) azab yang pedih”(QS. At-Taubah:34)

Ibnu Katsir menjelaskan arti *batil* pada ayat tersebut merupakan perilaku dari tokoh agama Yahudi dan Nasrani yang menjual agama untuk memperoleh dunia, dan menggunakan jabatan agama untuk memperoleh harta umatnya seperti hadiah dan pajak. Ayat ini memberitahu agar orang-orang yang beriman tidak berperilaku seperti Yahudi dan Nasrani yang menggunakan harta orang lain dengan cara *batil* untuk memperoleh

keuntungan. Begitupula dengan perilaku penimbunan, yaitu adanya keengganan untuk melakukan investasi dengan cara-cara yang dibenarkan.

Ayat tersebut menjelaskan untuk tidak menimbun harta tanpa mau menginfakkannya. Secara konsep konvensional, menimbun harta yang dimaksud dapat diartikan bahwa laba yang diperoleh perusahaan tidak seharusnya ditimbun, maka harta yang dimiliki perusahaan dapat diinvestasikannya secara duniawi.

2.2.6. *Dispersion of Ownership*

Shareholder merupakan pemilik perusahaan yang membeli saham perusahaan dengan harapan untuk memperoleh pengembalian yang baik tanpa mendapatkan risiko yang berlebihan. Peran seorang manajer saat mengelola perusahaan yaitu diharapkan untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham dan membuat kebijakan yang dapat meningkatkan nilai dari pemegang saham itu sendiri (Darmawan, 2018).

Shareholder dispersion (penyebaran kepemilikan saham) yang besar akan menimbulkan biaya keagenan yang besar karena ketika kepemilikan saham ini menyebar, maka pemegang saham akan sulit dalam mengawasi perusahaan. Perusahaan yang kepemilikannya lebih menyebar memberikan imbalan yang lebih besar kepada pihak manajemen daripada perusahaan yang kepemilikannya lebih terkonsentrasi. Dalam tipe kepemilikan seperti ini timbul dua kelompok pemegang saham, yaitu *controlling interest* dan *minority interest (shareholders)*. Struktur

kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan (Pujiastuti, 2008).

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, menyebabkan kekuatan para pemegang saham untuk mengontrol manajemen menjadi lebih rendah. Pendapat lain mengenai kepemilikan oleh Waruwu & Amin (2014) mengatakan bahwa semakin besar jumlah pemilik saham, maka semakin menyebar kepemilikan dan semakin sulit mereka melakukan monitoring, sehingga sulit mereka melakukan kontrol terhadap perusahaan. Pemegang saham yang tersebar dapat memanfaatkan kekuatan pasar modal untuk memonitor perusahaan dengan memaksa membayar dividen lebih tinggi. Penyebaran kepemilikan saham dalam Rapat Umum Para pemegang Saham (RUPS) dapat menentukan berapa besar dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham (Waruwu & Amin, 2014).

Dispersion of Ownership merupakan kepemilikan saham yang disebarkan perusahaan dari seluruh saham yang beredar. Persebaran kepemilikan saham dapat diketahui dengan menghitung rasio dari saham yang beredar milik individu dengan saham beredar yang dimiliki perusahaan (Lailiyah & Abadi, 2021).

$$DISP = \frac{\Sigma \text{saham publik}}{\Sigma \text{saham beredar perusahaan}}$$

Dispersion of ownership merupakan salah satu bentuk kepemilikan harta yang dimiliki oleh manusia. Untuk mencari harta yang halal umat islam dianjurkan untuk memperhatikan darimana asal harta tersebut. Harta sebaiknya diatur dan dikelola dengan sebaik-baiknya. Sesuai dengan firman Allah mengenai kepemilikan harta yang termuat dalam Al-Qur'an Surat Al-Hadid ayat 7.

اٰمِنُوْا فَاَلَّذِيْنَ فِيْهِ مُسْتَخْلَفِيْنَ جَعَلَكُمْ مِمَّا وَاَنْفَقُوْا وَّرَسُوْلِهِۦ بِاللّٰهِ اٰمِنُوْا
 كَبِيْرٌ اَجْرٌ لَّهُمْ وَاَنْفَقُوْا مِنْكُمْ

“Berimanlah kamu kepada Allah dan Rasul-Nya dan infakkanlah (di jalan Allah) sebagian dari harta yang Dia telah menjadikan kamu sebagai penguasanya (amanah). Maka orang-orang yang beriman di antara kamu dan menginfakkan (hartanya di jalan Allah) memperoleh pahala yang besar.” (Q.S. Al-Hadid:7)

Berdasarkan tafsir oleh Ibnu Katsir mengenai ayat ini yaitu Allah SWT memerintahkan manusia untuk beriman kepada-Nya dan Rasul-nya, menganjurkan kita untuk membelanjakan harta yang telah Allah titipkan untuk mengelolanya dan menafkakan sebagian harta yang telah Allah amanahkan. Bahwasanya harta yang telah dititipkan kelak akan ditinggalkan. Ayat yang terkandung tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan atas harta benda di dunia berpindah dari Allah menjadi milik manusia. Kepemilikan tersebut merupakan kepemilikan untuk menikmati harta kekayaan yang ada, bukan sebagai pemilik yang seutuhnya. Harta

tersebut hanyalah amanah dari Allah dan menggunakan untuk kemudian menafkahkan sebagian hartanya.

Kepemilikan publik merupakan harta ketika seorang investor membeli saham suatu perusahaan. Seorang investor yang akan mendapatkan keuntungan dari hasil pembelian saham tersebut. Seperti halnya yang telah disampaikan dalam Al-Qur'an Surah Al-Hadid bahwa kepemilikan tersebut merupakan kepemilikan untuk menikmati harta kekayaan yang ada, dan harta tersebut sebaiknya digunakan untuk hal-hal yang baik.

2.2.7. Ukuran Perusahaan

Definisi ukuran perusahaan adalah besar kecilnya perusahaan yang diukur dari besarnya nilai ekuitas, nilai penjualan, atau nilai aktiva. Semakin besar total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar, semakin besar pula ukuran perusahaan itu. Perusahaan yang berskala besar memiliki peluang terhadap publik daripada perusahaan berskala kecil, sehingga mampu menarik investor karena perusahaan besar cenderung mengungkapkan lebih banyak informasi (Oktriani & Arza, 2018). Ukuran perusahaan adalah nilai yang menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan dengan ukuran besar mampu mendapatkan sumber modalnya dengan mudah sehingga memudahkan untuk menghasilkan keuntungan daripada perusahaan dengan ukuran kecil. Semakin besar total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar yang didapatkan maka dapat menunjukkan ukuran perusahaan tersebut (Fahriyani, 2013).

Besar kecilnya sebuah perusahaan dapat dilihat dari beberapa hal berikut:

- a. Total hutang, yaitu jumlah hutang pada periode tertentu dalam perusahaan.
- b. Tingkat penjualan, penjualan yang dilakukan pada periode tertentu dalam perusahaan
- c. Total aset, total asset yang dimiliki perusahaan ketika melakukan aktivitas perdagangan

Untuk melakukan pengukuran terhadap ukuran perusahaan, dapat digambarkan melalui total aset. Alasan menggunakan total aset sebagai indikator dalam penelitian ini karena total aset dianggap lebih stabil daripada total penjualan karena total penjualan dapat mengalami fluktuasi (Setiawati, 2016). Semakin besar aset biasanya perusahaan tersebut semakin besar. Untuk memudahkan perhitungan maka untuk pengukurannya menggunakan logaritma total aset.

$$SIZE = Ln(Total Assets)$$

Dalam perspektif islam, ukuran perusahaan dapat dikategorikan sebagai harta (*al-mal*). Yang mana penggunaannya tidak boleh digunakan secara berlebihan. Hal tersebut termuat dalam Surah Al-Isra' ayat 26-27

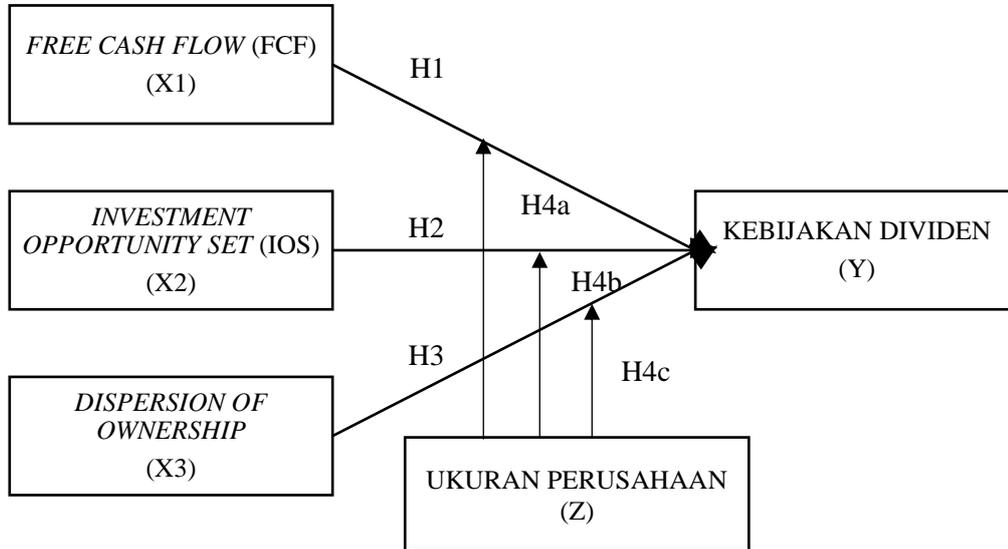
تَبذِيرًا تُبذِرُ وَلَا السَّبِيلِ وَأَبْنِ وَالْمَسْكِينِ حَقَّهُ الْقُرْبَىٰ ذَا وَاتِ
كُفُورًا لِرَبِّهِ الشَّيْطَانُ ۖ وَكَانَ الشَّيْطَانُ إِخْوَانَ كَانُوا الْمُبْدِرِينَ إِنَّ

“Dan berikanlah haknya kepada kerabat dekat, juga kepada orang miskin dan orang dalam perjalanan, dan janganlah kamu menghambur-hamburkan (hartamu) secara boros. Sesungguhnya orang-orang yang pemboros itu adalah saudara setan dan setan itu sangat ingkar kepada Tuhannya.” (Q.S Al-Isra’ 26-27)

Ayat ini menjelaskan agar memberikan haknya kepada keluarga-keluarga yang dekat berupa bantuan. Demikian juga kepada orang miskin dan orang yang dalam perjalanan, berikanlah zakat yang diwajibkan, sedekah yang dianjurkan atau bantuan lainnya yang diperlukan, dan janganlah kamu menghambur-hamburkan hartamu secara boros dengan membelanjakannya pada hal-hal yang tidak ada kemaslahatan. Allah mencela perbuatan boros, dengan menyatakan bahwa orang-orang yang boros itu adalah saudara setan, mereka berbuat boros dalam membelanjakan harta atas dorongan setan, oleh karena itu, perilaku boros termasuk sifat setan.

Dalam ayat tersebut menjelaskan bahwa sebagai umat Islam dianjurkan untuk tidak bersikap boros dalam menggunakan hartanya, serta menghamburkan harta merupakan perbuatan yang ingkar terhadap Tuhan. Pernyataan pada ayat tersebut menggambarkan jika ukuran perusahaan merupakan harta yang harus digunakan sesuai dengan porsinya.

2.3. Kerangka konseptual



Hipotesis

- H1** : Lutfiana, Fina Bunga & Riduwan, (2018), Paramitha & Arfan, (2017)
- H2** : Suhartono, et al. (2021), Hartono, et al (2021), Nurwulandari (2020)
- H3** : Lailiyah & Abadi (2021), Vidia & Darmayanti (2016)
- H4** : Meidawati et al. (2019), Oktriani & Arza (2018), Puspita et al. (2021), Trisna & Gayatri (2019)

2.4 Hipotesis Penelitian

2.4.1. *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Free cash flow menurut Jensen (1986) merupakan kelebihan arus kas yang dimiliki oleh manajer dengan mengorbankan investasi dalam proyek-proyek sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. *Free Cash Flow* atau arus kas bebas merupakan kas berlebih yang dimiliki

oleh perusahaan setelah perusahaan menyelesaikan kegiatan investasinya untuk mempertahankan kegiatan operasinya. Arus kas bebas merupakan kelebihan kas yang penggunaannya digunakan untuk mendanai proyek dan memiliki nilai NPV yang positif. Kas berlebih tersebut biasanya didistribusikan kepada investor dalam bentuk dividen (Van Horne & Wachowicz, 2007). *Free Cash Flow* sesuai dengan teori residual kebijakan dividen, bahwa pembagian dividen akan dibayarkan kepada investor ketika perusahaan telah melakukan kegiatan investasinya dan kelebihan dana yang dimiliki oleh perusahaan akan dibagikan kepada investor.

Variabel *Free Cash Flow* mencerminkan keleluasaan bagi perusahaan untuk melakukan investasi tambahan, membeli saham, atau menambah likuiditas. Berdasarkan hipotesis *free cash flow*, jika perusahaan memiliki arus kas bebas yang tinggi maka dividen yang akan dibayarkan juga akan meningkat. Karena perusahaan memiliki dana tersedia yang lebih sehingga didistribusikan dalam bentuk dividen. Namun, ketika perusahaan memiliki arus kas bebas yang negatif berarti bahwa perusahaan tidak memiliki dana lebih sehingga tidak mampu membayarkan dividen yang tinggi kepada para investornya. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Paramitha & Arfan, (2017) dan Lutfiana, Fina Bunga & Riduwan (2018), yang menyatakan bahwa *Free Cash Flow* yang tinggi memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen.

Free Cash Flow memiliki pengaruh terhadap pembayaran dividen apabila arus kas bebas tinggi maka biasanya perusahaan membayar dividen dengan jumlah yang besar karena perusahaan memiliki sejumlah uang kas yang tidak terpakai. Hal ini tidak sejalan dengan penelitian Oktarini (2019) dan Hartono et al. (2021) yang menyatakan bahwa *Free Cash Flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H1: *Free Cash Flow* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

2.4.2. *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Perusahaan yang mengalami pertumbuhan pasti memiliki banyak pilihan investasi. Pilihan investasi tersebut dikenal dengan istilah *Investment Opportunity Set* (IOS). Ketika perusahaan mengalami pertumbuhan yang cepat, maka manajer perusahaan menggunakan dana yang ada untuk pembelian investasi yang menguntungkan daripada digunakan untuk membayar dividen. Sebaliknya, apabila perusahaan mengalami pertumbuhan yang lambat, maka perusahaan memilih membayar dividen lebih tinggi untuk menghindari adanya *overinvestment* (Purnami & Artini, 2016). Penggunaan dana untuk penempatan investasi dapat mengurangi jumlah dividen yang akan dibagikan. Oleh karena itu hal ini menyatakan bahwa semakin besar

peluang investasi di suatu perusahaan, maka dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham akan semakin kecil. Karena perusahaan lebih memilih dananya digunakan untuk pilihan investasi dengan harapan memperoleh keuntungan yang tinggi daripada membayarkan dividen yang tinggi kepada para pemegang sahamnya.

Penelitian mengenai pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen ini dilakukan oleh Suhartono et al (2021) Hartono, et al (2021) Nurwulandari (2020) yang menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen. Karena perusahaan mengutamakan untuk menggunakan dananya pada pilihan investasi yang tersedia yang lebih menguntungkan daripada membayarkan dividen yang tinggi. Semakin tinggi nilai *Investment Opportunity Set* akan menurunkan pembayaran dividen. Penelitian oleh Hasanuh (2019) dan Suartawan & Yasa (2017) menyatakan jika *Investment Opportunity Set* memiliki pengaruh yang positif terhadap pembayaran dividen. Yang mana jika pertumbuhan perusahaan baik, maka dividen yang dibayarkan akan meningkat yang berarti bahwa dari investasi yang dilakukan oleh perusahaan menunjukkan return yang tinggi sehingga perusahaan mampu membayarkan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis penelitian ini yaitu:

H2: *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

2.4.3. *Dispersion of Ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Dispersion of Ownership merupakan presentase saham yang dimiliki oleh individual diluar manajemen perusahaan seperti pemerintahan, kepemilikan asing dan *family ownership* Paramitha & Arfan, (2017). Semakin besar kepemilikan saham maka kepemilikan semakin menyebar. Ketika kepemilikan semakin menyebar maka perusahaan sulit untuk memonitor dan mengontrol perusahaan. dengan kondisi tersebut pemegang saham dapat menggunakan kekuasaan *capital market* untuk melakukan pemantauan perusahaan dengan membayarkan dividen yang tinggi. Menurut Arifin (2018) salah satu keuntungan dengan adanya pembayaran dividen ini dapat digunakan sebagai alat untuk mengurangi biaya agen dengan melakukan monitor atau evaluasi hasil kerja manajemen.

Hal ini konsisten dengan penelitian yang menunjukkan bahwa kepemilikan publik memiliki pengaruh yang positif terhadap pembayaran kebijakan dividen Lailiyah & Abadi (2021) dan Vidia & Darmayanti (2016). Semakin besar presentase kepemilikan yang dimiliki oleh seorang pemegang saham maka semakin tinggi pula dividen yang akan dibayarkan. Karena jika persebaran saham semakin tersebar maka akan membuat menimbulkan konflik agensi. Untuk mengurangi masalah keagenan maka diperlukan pembayaran dividen yang tinggi. Sedangkan penelitian oleh Paramitha & Arfan, (2017)

menyatakan jika penyebaran kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Karena pemegang saham publik memiliki presentase saham yang kecil maka dalam menentukan kebijakan perusahaan kepemilikan publik tidak pernah memenangi keputusan yang diambil ketika menentukan kebijakan perusahaan. Berdasarkan uraian diatas dapat disimpulkan hipotesis sebagai berikut:

H3: *Dispersion of Ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.4.4. Ukuran perusahaan mampu memoderasi pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, dan *Dispersion of Ownership* secara parsial terhadap kebijakan dividen

Ukuran perusahaan merupakan salah faktor penentu dalam kebijakan dividen. Perusahaan dengan ukuran yang besar maka akan membagikan dividen yang tinggi. Untuk dapat melihat besar kecilnya perusahaan dapat dilihat dengan total aset yang dimiliki. Beberapa penelitian yang mengkaji hubungan antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen. Penelitian Meidawati et al., (2019) mengenai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen, yang menyatakan jika semakin besar ukuran perusahaan maka dividen yang dibagikan akan semakin tinggi. Penelitian oleh Dewasiri et al., (2019) menyatakan bahwa ukuran perusahaan merupakan determinan dalam menentukan kebijakan dividen. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin

tinggi pula dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang sahamnya.

Perusahaan besar akan memiliki arus kas positif sehingga mempunyai prospek dan stabilitas yang baik sehingga mampu menghasilkan laba. Penelitian yang dilakukan oleh Trisna & Gayatri (2019) menyatakan jika ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi mampu memperkuat *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen. Perusahaan besar akan mendapatkan laba operasi yang tinggi dan jika laba yang dihasilkan tinggi maka dividen yang akan dibagikan juga semakin tinggi. Perusahaan yang besar juga mudah untuk mendapatkan sumber dana dari eksternal, tetapi perusahaan akan memilih untuk mengalokasikan dananya pada investasi baru dan mengurangi pembayaran dividen. Ukuran perusahaan berperan dalam keputusan investasi perusahaan yang dibuktikan dengan penelitian Puspita et al., (2021) bahwa terdapat hubungan antara ukuran perusahaan dengan kesempatan investasi. Semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin mudah bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari pihak eksternal dan menggunakan dana tersebut sebagai peluang dalam menentukan kesempatan investasi. Semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin meningkat pula jumlah *stakeholder* yang terlibat didalamnya. Penelitian oleh Oktriani & Arza (2018) mengenai hubungan persebaran kepemilikan dengan ukuran perusahaan yang menyatakan jika perusahaan memiliki jumlah aset yang besar cenderung

memiliki tuntutan publik, dikarenakan semakin terbarnya kepemilikan maka publik akan menggali informasi yang lebih tinggi mengenai perusahaan dibandingkan perusahaan yang berukuran kecil. Penelitian oleh Arofah et al. (2017) menyatakan jika ukuran perusahaan tidak memperkuat kepemilikan publik. Berdasarkan kondisi tersebut maka hipotesis yang akan digunakan yaitu:

H4a: Ukuran perusahaan mampu memoderasi pengaruh *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen

H4b: Ukuran perusahaan mampu memoderasi pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen

H4c: Ukuran perusahaan mampu memoderasi pengaruh *Dispersion of Ownership* terhadap kebijakan dividen

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Pendekatan Penelitian

Metode yang digunakan pada penelitian ini yaitu metode penelitian kuantitatif. Penelitian kuantitatif merupakan penelitian yang menekankan pada pengujian teori melalui pengukuran variabel dan analisis data statistik. Penelitian yang berbasis angka ini digunakan untuk menganalisis data dengan mendeskripsikan data yang telah dikumpulkan. Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif. Deskriptif merupakan salah satu pendekatan dalam penelitian yang menggambarkan data atau mendeskripsikan data sampel yang disajikan melalui tabel, grafik, diagram lingkaran, dan lain-lain (Sugiyono, 2013).

3.2. Lokasi Penelitian

Lokasi penelitian ini yaitu Galeri Investasi Syariah yang berada di Fakultas Ekonomi UIN Maulana Malik Ibrahim Malang, Jalan Gajayana No.50 Malang. Dengan menggunakan data berupa laporan keuangan periode 2018 hingga 2020 pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

3.3. Populasi dan Sampel Penelitian

3.3.1. Populasi

Populasi adalah jumlah keseluruhan dari unit analisis. Suatu populasi mempunyai sekurang-kurangnya satu karakteristik yang membedakan populasi itu dengan kelompok-kelompok yang lain

(Sugiyono, 2016). Populasi dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang terdaftar sebagai perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2020. Tercatat bahwa perusahaan di Bursa Efek Indonesia yang terdaftar sebagai perusahaan manufaktur sebanyak 171 perusahaan.

3.3.2. Sampel

Dari populasi tersebut, peneliti akan memilah kembali untuk menentukan sampel yang sesuai dengan kriteria. Sampel merupakan bagian dari jumlah populasi yang akan mewakili penelitian yang sesuai dengan karakteristik penelitian (Sugiyono, 2013). Dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, maka diperoleh sampel berjumlah 35 perusahaan.

3.4. Teknik Pengambilan Sampel

Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*. Berdasarkan Sugiyono (2013) *purposive sampling* merupakan teknik dalam menentukan sampel penelitian dengan adanya pertimbangan-pertimbangan tertentu agar sampel sesuai dengan tujuan penelitian. Adapun kriteria yang ditetapkan dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2018-2020.
2. Perusahaan yang rutin membagikan dividen selama tiga tahun berturut-turut.

3. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan dalam satuan Rupiah

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan diatas, maka sampel yang memenuhi syarat yaitu:

Tabel 3. 1
Tabel Pengambilan Sampel

No.	Keterangan	Jumlah perusahaan
1.	Perusahaan yang terdaftar sebagai perusahaan manufaktur di bursa efek Indonesia periode 2018-2020	171
2.	Perusahaan yang tidak membagikan dividen selama 3 tahun berturut-turut.	(127)
3.	Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan selain dalam Rupiah	(5)
4.	Perusahaan yang dihapus karena memiliki data outlier	(4)
Total sampel		35

Sumber : Data diolah, 2022

Tabel 3. 2
Tabel Sampel

No.	Nama Perusahaan	Kode Perusahaan
1	Semen Indonesia (Persero) Tbk	SMGR
2	Arwana Citra Mulia Tbk	ARNA
3	Mark Dynamics Indonesia Tbk	MARK
4	Surya Toto Indoensia	TOTO
5	Budi Starch & Sweetener Tbk	BUDI
6	Ekadharma International Tbk	EKAD
7	Emdeki Utama Tbk	MDKI
8	Champion Pasific Indonesia Tbk	IGAR

9	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	CPIN
10	Japfa Comfeed Indonesia Tbk	JPFA
11	Alkindo Naratama Tbk	ALDO
12	Fajar Surya Wisesa Tbk	FASW
13	Astra International Tbk	ASII
14	Astra Otoparts Tbk	AUTO
15	Indospring Tbk	INDS
16	Selamat Sempurna Tbk	SMSM
17	Trisula Textile Industries Tbk	BELL
18	Trisula International Tbk	TRIS
19	Supreme Cable Manufacturing and Commerce Tbk	SCCO
20	Wilmar Cahaya Indonesia Tbk,	CEKA
21	Delta Djakarta Tbk	DLTA
22	Garudafood Putra Putri Jaya Tbk	GOOD
23	Buyung Poetra Sembada Tbk	HOKI
24	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	ICBP
25	Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF
26	Nippon Indosari Corporindo Tbk	ROTI
27	Sekar Laut Tbk,	SKLT
28	Ultrajaya Milk Industry and Trading Company Tbk	ULTJ
29	Handjaya Mandala Sampoerna Tbk	HMSP
30	Darya Variao Laboratoria Tbk	DVLA
31	PT Phapros Tbk	PEHA
32	Industri Jamu & Farmasi Sido Muncul Tbk	SIDO
33	Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC
34	Kino Indonesia Tbk	KINO

35	Chitose International Tbk	CINT
Total		35

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan penentuan sampel tersebut, maka diperoleh sampel sebanyak 105 pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2018-2020.

3.5. Data dan Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder. Data sekunder merupakan sumber data yang diperoleh secara tidak langsung. Data yang digunakan yaitu berupa laporan keuangan dan data yang memuat mengenai variabel yang akan digunakan pada penelitian ini. Data yang dibutuhkan yaitu laporan keuangan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2020 dan dapat diakses melalui website Bursa Efek Indonesia.

3.6. Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang digunakan pada penelitian yaitu teknik dokumentasi. Teknik dokumentasi merupakan alternatif untuk mengumpulkan informasi terkait objek penelitian dengan mencari variabel yang akan digunakan melalui surat kabar, makalah, transkrip, catatan dan sebagainya (Wijaya et al., 2020). Adapun data yang dimaksud yaitu dengan mencatat dan mendokumentasikan laporan keuangan perusahaan yang terdaftar sebagai perusahaan manufaktur pada Bursa Efek Indonesia periode 2018-2020.

Teknik dokumentasi pada penelitian ini yaitu dengan mengakses situs resmi Bursa Efek Indonesia untuk memperoleh data berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur dari objek yang diteliti, sehingga dapat diperoleh laporan keuangan, gambaran umum Perusahaan Manufaktur pada tahun 2018-2020

3.7. Definisi Operasional Variabel

3.7.1. Variabel Dependen

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel bebas (Sugiyono, 2013). Variabel terikat dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR).

1) *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Kebijakan dividen adalah keputusan untuk membagi laba operasi yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau menahannya sebagai laba ditahan untuk digunakan sebagai sumber pendanaan investasi (Wahjudi, 2020). *Dividend Payout Ratio* digunakan sebagai alat ukur karena dapat menggambarkan jumlah laba dari setiap lembar saham yang dialokasikan ke dalam bentuk dividen. Rasio ini dihitung dengan rumus berikut ini:

$$DPR = \frac{\text{Dividend per Share (DPS)}}{\text{Earning per Share (EPS)}}$$

3.7.2. Variabel Independen

Variabel independen adalah merupakan variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel terikat (Sugiyono, 2013). Berikut merupakan definisi masing-masing variabel bebas yang digunakan pada penelitian ini.

1) *Free Cash Flow*

Free Cash Flow adalah arus kas yang menggambarkan kas berlebih yang dihasilkan perusahaan setelah mengeluarkan sejumlah modal untuk menjaga dan mengembangkan asetnya. Dalam penelitiannya Sidharta & Nariman, (2021) menyatakan bahwa untuk menghitung *Free Cash Flow* (FCF) menggunakan rumus:

$$FCF = \frac{\text{Operating Cash Flow} - \text{Capital Expenditure}}{\text{Total Assets}}$$

2) *Investment Opportunity Set*

Istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) dikemukakan oleh Myers (1977) yang mendefinisikan bahwa IOS merupakan kombinasi antara aktiva perusahaan dan pilihan investasi di masa depan yang diharapkan memberikan *return* yang besar. Proksi yang digunakan adalah *Market to Book Value of Equity* (BVE/MVE) (Hasanuh, 2019). Rasio *Market to Book Value of Equity* (MVBE) dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$MVBE = \frac{\text{Total Saham beredar} \times \text{Harga Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3) *Dispersion of Ownership*

Dispersion of Ownership merupakan kepemilikan saham yang disebarkan perusahaan dari seluruh saham yang beredar. Persebaran kepemilikan saham dapat diketahui dengan menghitung rasio dari saham yang beredar milik individu dengan saham beredar yang dimiliki perusahaan (Lailiyah & Abadi, 2021)

$$DISP = \frac{\sum \text{saham publik}}{\sum \text{saham beredar perusahaan}}$$

3.7.3. Variabel Moderasi

Variabel moderasi merupakan variabel yang mempunyai pengaruh untuk memperkuat atau memperlemah hubungan pada variabel bebas dengan variabel terikat (Sugiyono, 2017). Variabel yang digunakan pada penelitian ini yaitu ukuran perusahaan yang dihitung menggunakan logaritma aset perusahaan.

1) *Ukuran Perusahaan (Firm Size)*

Ukuran perusahaan merupakan suatu alat ukur yang dapat mengklasifikasikan besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan diukur dengan melihat besar aset yang dimiliki sebuah perusahaan (Wijaya et al., 2020). Pada penelitian ini, ukuran perusahaan dihitung dengan menggunakan Total Aset. Untuk menghitung nilai total aset, nominal total aset biasanya bernilai terlalu besar dibandingkan dengan variabel keuangan lainnya (Setiawati, 2016). Untuk itu variabel aset menjadi log asset

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

Agar lebih mudah memahami mengenai variabel yang akan digunakan pada penelitian ini, dapat melihat tabel definisi operasional variabel berikut ini:

Tabel 3. 3
Tabel Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Rumus	Jurnal Terkait
<i>Dividend Payout Ratio</i>	Rasio antara presentase laba perusahaan yang akan dibagikan dalam bentuk dividen tunai dengan laba bersih per saham.	$DPR = \frac{\text{Dividend per Share (DPS)}}{\text{Earning per Share (EPS)}}$	Wahjudi (2020)
<i>Free Cash Flow</i>	Arus kas berlebih yang dihasilkan perusahaan setelah mengeluarkan sejumlah modal untuk menjaga dan mengembangkan asetnya.	$FCF = \frac{\text{Operating Cash Flow} - \text{Capital Expenditure}}{\text{Total Assets}}$	Sidharta & Nariman (2021)
<i>Investment Opportunity Set</i>	Pilihan investasi yang diharapkan menghasilkan <i>return</i> yang besar di masa depan.	$MBVE = \frac{\text{Total Saham beredar} \times \text{Harga Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$	Hasanuh (2019)

<i>Dispersion of Ownership</i>	Kepemilikan saham yang disebarakan perusahaan dari seluruh saham yang beredar	$DISP = \frac{\sum \text{saham publik}}{\sum \text{saham beredar perusahaan}}$	Lailiyah & Abadi (2021)
Ukuran Perusahaan	Alat ukur yang dapat mengklasifikasikan besar kecilnya suatu perusahaan melalui asset yang dimiliki perusahaan.	$SIZE = \ln(\text{Total Assets})$	Setiawati (2016)

Sumber : Data diolah Peneliti, 2022

3.8. Analisis Data

3.8.1. Uji Asumsi Klasik

Penggunaan asumsi klasik bertujuan untuk menguji kelayakan dan memastikan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian tepat (Ghozali, 2018). Beberapa bentuk dari uji asumsi klasik adalah sebagai berikut:

a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji distribusi normal pada model regresi. Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah model regresi variabel pengganggu (residual) terdistribusi secara normal. Apabila data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal menandakan bahwa model regresi berdistribusi normal. Namun apabila data meyebar jauh atau tidak

mengikuti arah garis berarti model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas dengan kata lain model regresi tidak berdistribusi normal. Data yang terdistribusi normal akan memperkecil kemungkinan terjadinya bias. Menurut Ghozali (2018) uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel independen dan variabel dependen atau keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Uji normalitas data dapat dilakukan dengan menggunakan One Sample Kolmogorov Smirnov, dengan ketentuan nilai signifikan diatas 0,05 maka data terdistribusi normal.

b. Uji Multikolinearitas

Untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antara variabel independen dengan variabel independen lainnya dalam suatu model regresi yaitu menggunakan uji multikolinearitas. Suatu model regresi dinyatakan baik jika tidak terjadi korelasi antar variabel independennya. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas dalam model regresi dengan melihat besarnya *Varian Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance*, dengan nilai $VIF < 10$, data dinyatakan multikolinearitas jika nilai $VIF < 10$ dan *tolerance* > 10 .

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Data dikatakan tidak mengalami

heteroskedastisitas jika tidak terdapat pola yang jelas dan tidak menyebar diatas dan dibawah angka nol pada sumbu y. Dalam model regresi, model yang baik adalah yang tidak terjadi heteroskedastisitas. Uji heteroskedastisitas dapat diuji dengan melihat grafik scatterplot antara nilai prediksi variabel dependen (Z-PRED) dan residualnya (S-RESID). Apabila titik-titik pada grafik scatterplot menyebar secara acak dan tidak membentuk pola, maka tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model layak dipakai (Lutfiana, Fina Bunga & Riduwan, 2018).

d. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi memiliki tujuan untuk menguji apakah terdapat korelasi kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t sebelumnya. Data model regresi yang baik yaitu ketika hasil menunjukkan tidak adanya autokorelasi. Untuk menguji autokorelasi pada penelitian dapat menggunakan uji Durbin-Watson (DW). Uji autokorelasi biasanya digunakan pada data yang bersifat time series. Jika terdapat korelasi maka dinamakan problem autokorelasi. Menurut Santoso (2019), untuk mendeteksi autokorelasi dengan melihat tabel Durbin Watson pada program SPSS dengan kategori sebagai berikut

- a. Jika angka D-W berada dibawah -2 maka terjadi autokorelasi positif
- b. Jika D-W berada diatas +2 maka terjadi autokorelasi negatif

- c. Jika angka D-W berada diantara -2 hingga +2 maka tidak terjadi autokorelasi

3.8.2. Koefisien Determinasi (*Adjusted R Square*)

Menurut Ghozali (2018) uji koefisien determinan R^2 bertujuan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel-variabel dependen. Besaran nilai R^2 antara 0-1 ($0 < R^2 < 1$). Jika nilai R^2 kecil maka kemampuan variabel-variabel independen untuk menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas, apabila nilai R^2 mendekati 1 berarti variabel-variabel independen memiliki informasi data yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Free Cash Flow (FCF)*, *Investment Opportunity Set (IOS)* dan *Dispersion of Ownership*.

3.8.3. Uji Hipotesis

Selain itu juga dilakukan uji hipotesis dengan uji simultan (Uji-F) maupun uji koefisien regresi secara individu (Uji-t) untuk menguji hipotesis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

1. Uji F

Tujuan dilakukannya uji F_{hitung} agar dapat menunjukkan apakah variabel independen yang diuji mempunyai pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen. Untuk menguji koefisien regresi dengan uji F dengan tingkat alpha 5%, digunakan rumus sebagai berikut:

Ketentuan pengujian dengan memperhatikan tingkat signifikansi sebagai berikut:

- a. Jika nilai $F_{hitung} < 0,05$ maka H_a : diterima, secara simultan terdapat pengaruh signifikan variabel independen terhadap variabel dependen.
- b. Jika nilai $F_{hitung} > 0,05$ maka H_a : ditolak, tidak terdapat pengaruh yang signifikan pada variabel independen terhadap variabel dependen

2. Uji t

Uji t digunakan untuk melihat signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel bebas secara parsial. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui signifikan peran variabel independen terhadap variabel dependen secara individu. Dengan tingkat alpha sebesar 5%, maka ketentuan pengujian hipotesisnya sebagai berikut:

- a. Hipotesis akan diterima jika nilai signifikansi $t < 0,05$. Secara parsial terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen.
- b. Hipotesis akan ditolak jika nilai signifikansi $t > 0,05$, dan H_0 diterima sehingga tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independent dengan variabel dependen.

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

Untuk melakukan analisis regresi moderasi, hal yang perlu dilakukan yaitu dengan menguji terlebih dahulu pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan melakukan analisis regresi berganda. Analisis regresi berganda bertujuan untuk melihat

kekuatan variabel independen jika dinaikkan atau diturunkan nilainya dan menunjukkan hubungan dengan variabel dependen. (Sugiyono, 2013). Regresi linear berganda dapat dinyatakan dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + \dots + b_nX_n + \mathcal{E}$$

Keterangan:

Y : Kebijakan dividen

a : Konstanta

X₁ : *Free Cash Flow*

X₂ : *Investment Opportunity Set*

X₃ : *Dispersion of Ownership*

b₁-b₃ : Koefisien regresi

\mathcal{E} : *Error*

Setelah melakukan uji analisis regresi berganda pada ketiga variabel independen, variabel dependen. Maka uji analisis selanjutnya yaitu dengan menggunakan *Moderating Regression Analysis* (MRA). Uji analisis ini dilakukan untuk mengetahui apakah peran variabel moderasi dapat menguatkan atau melemahkan variabel independen terhadap variabel bebas dengan menggunakan bantuan *Software Statistical Package for Social Science* (SPSS) versi 26. *Moderating Regression Analysis* (MRA) Uji kelayakan menghasilkan persamaan berikut ini:

$$\text{Persamaan Regresi 1 : } Y = \alpha + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \beta_4X_4 + \mathcal{E}$$

$$\text{Persamaan Regresi 2 : } Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_1 * X_4 + \beta_6 X_2 * X_4 + \beta_7 X_3 * X_4 + \epsilon$$

Keterangan:

- Y : Kebijakan dividen
- α : Konstanta
- X₁ : *Free Cash Flow*
- X₂ : *Investment Opportunity Set*
- X₃ : *Dispersion of Ownership*
- X₄ : Ukuran Perusahaan
- $\beta_1 - \beta_7$: Koefisien regresi
- X₁*X₄ : Interaksi *Free Cash Flow* dan ukuran perusahaan
- X₂*X₄ : Interaksi *Investment Opportunity Set* dan ukuran perusahaan
- X₃*X₄ : Interaksi *Dispersion of Ownership* dan ukuran perusahaan
- ϵ : *Error*

Untuk menentukan peran variabel moderasi, Ghozali (2018) menyatakan bahwa terdapat beberapa kriteria untuk variabel tersebut apakah berperan sebagai variabel moderasi atau tidak. Kriteria tersebut yaitu:

- a. *Quasi Moderator*, variabel moderasi dapat berinteraksi antara variabel independent dengan variabel dependen. Dimana variabel moderasi berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Begitupula dengan interaksi antara variabel independent dan

variabel moderasi berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

- b. *Pure moderator*, variabel moderasi secara murni memoderasi hubungan antara variabel independent dan dependen tanpa menjadi variabel independent. Dimana interaksi antara variabel independent dan variabel moderasi memiliki pengaruh yang signifikan.
- c. *Predictor moderator*, variabel moderasi berperan sebagai variabel independent dari model yang sudah dibentuk. Dimana interaksi antara variabel independent dan variabel moderasi memiliki pengaruh yang tidak signifikan
- d. *Homologizer moderator*, variabel moderasi tidak berinteraksi dengan variabel independent dan tidak memiliki hubungan signifikan terhadap variabel dependen. Pada persamaan yang telah dibuat tidak ada satupun yang memiliki pengaruh signifikan.

BAB IV

PEMBAHASAN

4.1. Hasil Penelitian

4.1.1. Gambaran Umum Objek Penelitian

Bursa Efek Indonesia merupakan lembaga yang menyediakan tempat dimana penjual atau pembeli dapat memperdagangkan efeknya. Tujuan dari bursa efek sendiri yaitu agar dapat meningkatkan peran modal dan perekonomian yang ada di Indonesia. Perusahaan yang termasuk dalam Bursa Efek Indonesia adalah perusahaan *go public*. Perusahaan yang telah *go public* akan mendapatkan dana untuk pengembangan usahanya dengan memperdagangkan sahamnya kepada publik.

Dalam bursa efek sendiri terdapat beberapa sektor yang ada didalamnya. Sektor tersebut adalah sektor pertanian, sektor pertambangan, sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industry, sektor industry barang dan konsumsi, sektor property, real estate dan konstruksi bangunan, sektor infrastruktur utilitas dan transportasi, dan sektor keuangan, perdagangan, jasa dan investasi. Penelitian ini mengambil sampel pada perusahaan manufaktur. Yang dimaksud dengan perusahaan manufaktur adalah perusahaan yang mengelola sumber daya menjadi produk yang memiliki nilai guna atau dapat dikonsumsi. Untuk menghasilkan produk tersebut perlu melalui proses secara manual ataupun dengan menggunakan mesin.

Industri manufaktur merupakan salah satu industri yang terbesar pada Bursa Efek Indonesia. Saat ini, terdapat 171 perusahaan yang terdaftar sebagai industri manufaktur. Oleh karena itu, industri manufaktur memiliki kontribusi terhadap perekonomian di Indonesia.

Perusahaan manufaktur dikategorikan menjadi 3 sektor, yaitu

- a. Sektor industri dasar dan kimia didalamnya terdapat beberapa subsektor. Subsektor yang termasuk dalam industri dasar dan kimia yaitu subsektor semen, subsektor keramik, porselin dan kaca, subsektor logam dan sejenisnya, subsektor kimia, subsektor plastik dan kemasan, subsektor pakan ternak, subsektor kayu dan pengolahannya, dan subsektor pulp dan kertas.
- b. Sektor aneka industri, perusahaan yang termasuk dalam sektor aneka industri adalah subsektor mesin dan alat berat, subsektor otomotif dan komponen, subsektor tekstil dan garmen, subsektor alas kaki, subsektor elektronika, dan subsektor kabel.
- c. Sektor industri barang konsumsi, yang termasuk dalam sektor barang konsumsi yaitu subsektor makanan dan minuman. Subsektor rokok, subsektor farmasi, subsektor kosmetik dan barang keperluan rumah tangga, dan subsektor peralatan rumah tangga.

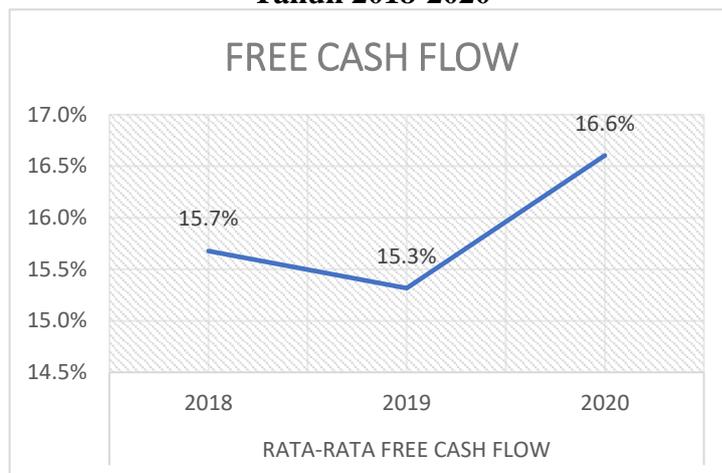
4.1.2. Hasil Analisis Deskriptif

4.1.2.1. Free Cash Flow

Pada penelitian ini *Free Cash Flow* atau arus kas bebas sebagai variabel independent. *Free cash flow* merupakan total arus kas yang

penggunaannya setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya. Untuk memperoleh arus kas bebas yaitu dengan menghitung arus kas operasi dikurangi dengan pengeluaran modal oleh perusahaan. Berikut merupakan perkembangan nilai *Free Cash Flow* pada industri manufaktur tahun 2018-2020.

Gambar 4. 1
Rata-rata Free Cash Flow Perusahaan Manufaktur
Tahun 2018-2020



Sumber : Data diolah Peneliti, 2022

Pada gambar 4.1 terlihat bahwa perkembangan *Free Cash Flow* setiap tahunnya tidak menentu atau mengalami fluktuasi setiap tahunnya. Di tahun 2018 rata-rata *free cash flow* perusahaan manufaktur berada pada 15,7%. Sedangkan nilai rata-rata pada tahun 2019 menunjukkan rata-rata sebesar 15,3% yang mana mengalami penurunan sebesar 0,4% dari tahun 2018. Penurunan ini disebabkan oleh meningkatnya pembelian aset tetap oleh perusahaan yang menyebabkan perusahaan mengeluarkan dana untuk melakukan pembelian aset. Selain itu pada tahun 2019, kondisi industri manufaktur mengalami penurunan. Hal ini diketahui

dari pernyataan kementerian perindustrian yang menyatakan bahwa adanya penurunan utilisasi sehingga menyebabkan pemangkasan kontribusi (Lestari, 2022).

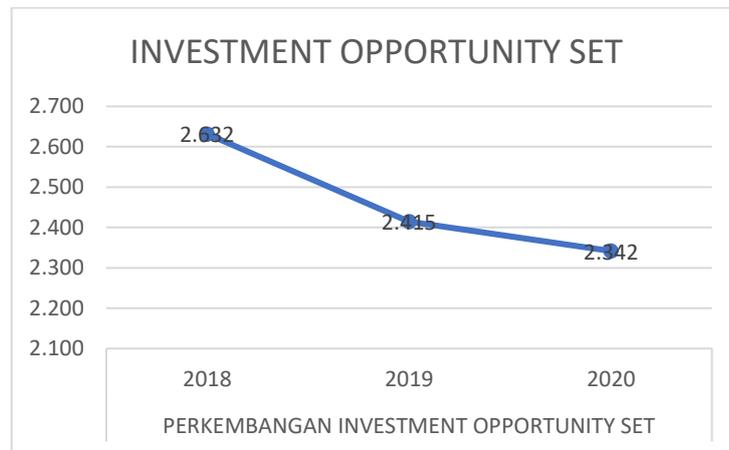
Pada tahun 2020, *free cash flow* meningkat sebesar 1,3% menjadi 16,6%. Peningkatan ini dikarenakan total aset yang dimiliki meningkat dari tahun sebelumnya. Selain itu perusahaan manufaktur merupakan industri yang mampu bertahan selama munculnya pandemi. Menjadikan perusahaan barang dan konsumsi, yang termasuk dalam industri manufaktur semakin diburu oleh masyarakat karena mereka membutuhkan bahan makanan dan vitamin yang banyak selama masa pandemi untuk menjaga kesehatan. Sehingga total aset yang diperoleh juga meningkat.

4.1.2.2. Investment Opportunity Set

Investment Opportunity Set merupakan dana yang dimiliki oleh perusahaan yang akan digunakan mendatang melalui pengalokasian investasi dengan harapan untuk memperoleh return yang tinggi. Perusahaan akan investasi jangka panjangnya. Untuk menghitung nilai kesempatan investasi pada penelitian ini dengan menggunakan proksi harga yaitu dengan menghitung *Market to Book Value of Equity*. Untuk mengetahui nilai *Market to Book Value of Equity* (MVBE) dengan melihat harga saham perusahaan. Proksi dengan menggunakan harga ini merupakan salah satu proksi yang dapat menggambarkan bagaimana pasar memprediksi return sahamnya

berdasarkan return dari ekuitasnya. Berikut merupakan perkembangan *investment opportunity set* selama tahun 2018 hingga 2020 pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Gambar 4. 2
Perkembangan Investment Opportunity Set Perusahaan Manufaktur Tahun 2018-2020



Sumber : Data diolah Peneliti, 2022

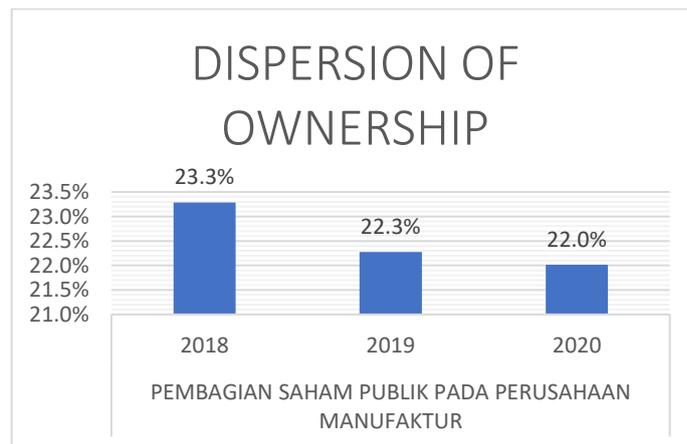
Pada gambar 4.2 yang menunjukkan perkembangan angka kesempatan investasi perusahaan pada perusahaan manufaktur menunjukkan penurunan setiap tahunnya. Pada tahun 2018 rata-rata nilai *investment opportunity set* memiliki nilai tertinggi yaitu 2,632. Tahun berikutnya 2019 dan 2020 angka *investment opportunity set* terus mengalami penurunan. Tahun 2019 angka rata-rata *investment opportunity set* yaitu 2,415. Sedangkan tahun 2020 rata-rata *investment opportunity set* 2,342. Nilai ini terus mengalami penurunan setiap tahunnya. Penurunan nilai *investment opportunity set* dikarenakan kondisi IHSG pada tahun 2018-2020 yang melemah.

Karena untuk menghitung MVBE berdasarkan harga, maka hal ini berdampak pada penurunan nilai IOS pada perusahaan manufaktur. Terlebih lagi pada awal tahun 2020 yang terkena dampak pandemi mengakibatkan IHSG melemah yang berdampak pada harga saham perusahaan manufaktur (Ulfah, 2020).

4.1.2.3. Dispersion Of Ownership

Dispersion of ownership merupakan presentase saham yang disebarkan oleh perusahaan kepada publik. Persebaran kepemilikan saham dapat diketahui dengan menghitung rasio dari saham yang beredar milik individu dengan saham beredar yang dimiliki perusahaan. Berikut merupakan rata-rata pembagian saham publik oleh perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2020.

Gambar 4. 3
Rata-rata *Dispersion of Ownership* Perusahaan Manufaktur Tahun 2018-2020



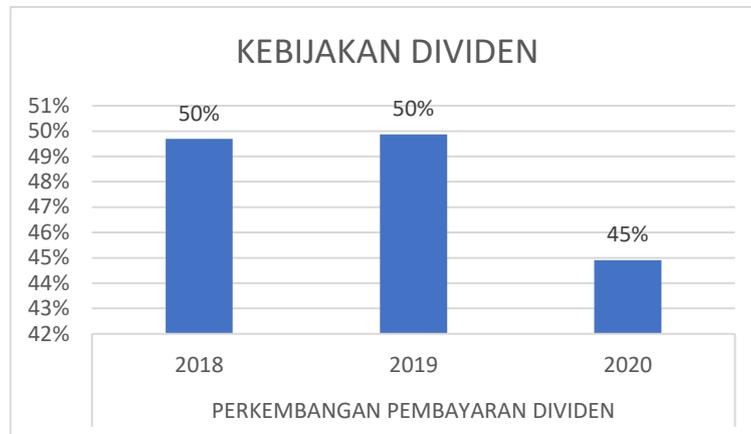
Sumber : Data diolah Peneliti, 2022

Pada gambar 4.3 ditunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan saham oleh publik mengalami penurunan setiap tahunnya. Perolehan rata-rata *dispersion of ownership* pada tahun 2018 merupakan rata-rata tertinggi dari tahun pengamatan lainnya yaitu pada angka 23,3%. Di tahun 2019 kepemilikan saham menurun 1% menjadi 22,3%. Sedangkan di tahun 2020 *dispersion of ownership* memiliki rata-rata terendah dari tahun-tahun sebelumnya. Menurunnya kepemilikan saham oleh publik ini disebabkan oleh meningkatnya saham publik dan saham beredar yang dimiliki oleh perusahaan setiap tahunnya. Sehingga kepemilikan publik semakin menyebar yang menyebabkan penurunan presentasi kepemilikan oleh publik.

4.1.2.4. Kebijakan Dividen

Dividen merupakan keuntungan yang dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang sahamnya. Untuk menghitung dividen yaitu dengan menggunakan perhitungan *dividen payout ratio* (DPR). DPR dihitung dengan membandingkan presentase laba perusahaan yang akan dibagikan dalam bentuk dividen tunai dengan laba bersih per saham.

Gambar 4. 4
Perkembangan Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur
Tahun 2018-2020



Sumber : Data diolah Peneliti, 2022

Pada gambar 4.4 diketahui bahwa rata-rata pembagian dividen oleh perusahaan dengan melihat *dividend payout ratio* mengalami penurunan. Perolehan dividen pada tahun 2020 merupakan terendah dari tahun-tahun sebelumnya. Rata-rata perusahaan pada tahun 2018 membagikan dividen sebesar 50% dari total laba yang diperolehnya. Di tahun 2019 perusahaan membagikan dividennya sebesar 50% dari perolehan labanya. Rata-rata pembagian dividen pada tahun 2020 adalah 45% yang merupakan rata-rata paling rendah dari tahun pengamatan sebelumnya. Penurunan DPR ini dikarenakan pada tahun 2020 laba yang diperoleh perusahaan meningkat dan pembayaran dividen lebih tinggi dari tahun-tahun sebelumnya.

4.1.2.5.Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah nilai yang menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan. Skala perusahaan dapat dihitung melalui

total aset yang dimiliki oleh perusahaan itu sendiri. Semakin besar total aset yang dimiliki oleh perusahaan maka perusahaan tersebut dikategorikan sebagai perusahaan besar. Semakin besar total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar yang didapatkan maka dapat menunjukkan ukuran perusahaan tersebut. Berikut merupakan rata-rata ukuran perusahaan pada perusahaan manufaktur pada tahun 2018-2020

Gambar 4. 5
Rata-rata Ukuran Perusahaan Manufaktur Tahun 2018-2020



Sumber : Data diolah Peneliti, 2022

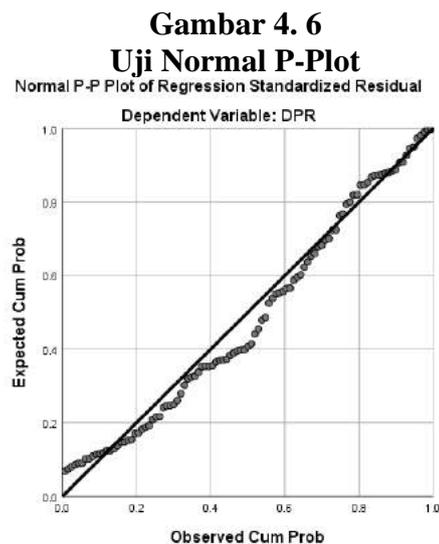
Pada gambar 4.5 yang menunjukkan rata-rata ukuran perusahaan pada perusahaan manufaktur cenderung stabil berada diangka 23. Pada tahun 2018, ukuran perusahaan yang dihitung dengan logaritma dari total aset menghasilkan angka sebesar 23,391. Ukuran perusahaan pada tahun 2019 meningkat menjadi 23,460. Di tahun berikutnya yaitu tahun 2020 merupakan rata-rata tertinggi

diantara tahun-tahun sebelumnya. Meningkatnya ukuran perusahaan ini dikarenakan total aset perusahaan setiap tahunnya meningkat.

4.1.3. Uji Asumsi Klasik

4.1.3.1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah data yang dianalisis berdistribusi normal atau tidak. Untuk melihat normalitas suatu data dapat dilihat gambar normal P-Plot. Jika titik data menyebar disekitar garis diagonal dan searah mengikuti garis diagonal, maka dapat dikatakan bahwa data terdistribusi dengan normal.



Sumber : Output SPSS, 2022

Pada gambar normal p-plot diatas, diketahui bahwa persebaran data berada disekitar garis diagonal dan mengikuti garis diagonal. Maka data pada gambar 4.6 telah memenuhi syarat uji normalitas

Selain itu untuk menguji normalitas suatu data dapat juga dengan menguji statistik non-parametrik, yaitu dengan menguji Kolmogorov Smirnov (K-S). Pengambilan keputusan pada uji normalitas dengan Kolmogorov Smirnov akan terpenuhi jika nilai signifikansi $> 0,05$. Menurut Ghozali (2018) variabel residual yang berdistribusi normal dapat dilihat dari nilai signifikansi Monte Carlo. Data dinyatakan berdistribusi normal apabila nilai signifikansi Monte Carlo $> 0,05$. Jika nilai signifikansi $< 0,05$ maka data tidak memenuhi syarat uji normalitas.

Tabel 4. 1
Tabel Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual	
N		105	
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000	
	Std. Deviation	.25607825	
Most Extreme Differences	Absolute	.101	
	Positive	.101	
	Negative	-.065	
Test Statistic		.101	
Asymp. Sig. (2-tailed)		.010 ^c	
Monte Carlo Sig. (2-tailed)	Sig.	.213 ^d	
	99% Confidence Interval	Lower Bound	.203
		Upper Bound	.224

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.
- d. Based on 10000 sampled tables with starting seed 2000000.

Sumber : Output SPSS, 2022

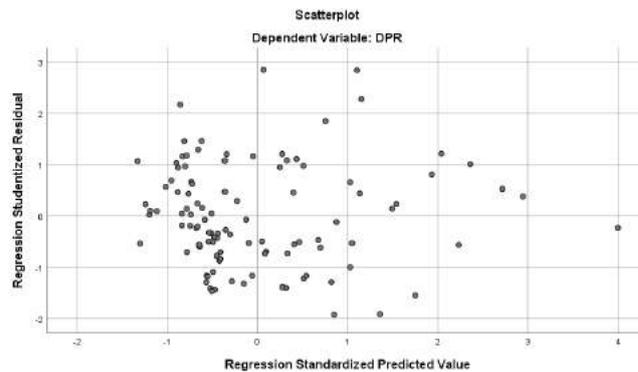
Berdasarkan tabel 4.1 menunjukkan bahwa hasil uji normalitas dengan Kolmogorov Smirnov memiliki signifikansi Monte Carlo sebesar 0,213 dan lebih besar dari signifikansi 0,05. Maka data dapat

disimpulkan bahwa data memenuhi syarat uji normalitas karena nilai signifikansi berada diatas 0,05.

4.1.3.2. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisits merupakan salah satu model dari uji asumsi klasik yang bertujuan untuk menguji apakah terdapat heterokedastisitas pada data penelitian. Uji heteroskedastisitas dapat diketahui dengan melihat pola *scatterplot*. Data dikatakan tidak terjadi heterokedastisitas jika tidak terdapat pola dan menyebar diantara sumbu y dan 0.

Gambar 4. 7
Uji Heterokedastisitas *Scatterplot*



Sumber : Output SPSS, 2022

Gambar 4.7 diatas menunjukkan jika tidak terjadi heterokedastisitas pada model regresi tersebut. Hal ini dapat dilihat pada titik-titik yang menyebar tidak beraturan dan tidak membentuk pola tertentu diantara sumbu y dan 0. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas.

4.1.3.3. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas merupakan salah satu model uji regresi untuk menguji apakah terdapat korelasi antara variabel independen. Untuk melihat apakah data terdapat multikolinearitas adalah dengan melihat nilai VIF dan nilai tolerance. Jika nilai tolerance $> 0,10$ dan $VIF < 10$ maka dinyatakan tidak terjadi multikolinearitas.

Tabel 4. 2
Tabel Uji Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1	(Constant)	
	FCF	.516 1.938
	IOS	.510 1.962
	DISP	.980 1.020

Sumber : Output SPSS, 2022

Pada tabel 4.2 uji multikolinearitas diatas diketahui hasil uji multikolinearitas pada masing-masing variabel independen memiliki nilai tolerance $> 0,10$ dan $VIF < 10$ maka data dinyatakan tiak terdapat korelasi.

4.1.3.4. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji jika model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$. Uji autokorelasi biasanya digunakan pada data yang bersifat time series. Jika terdapat korelasi maka dinamakan problem autokorelasi. Menurut Santoso (2019), untuk mendeteksi autokorelasi dengan melihat tabel Durbin Watson pada program SPSS dengan kategori sebagai berikut

- a. Jika angka D-W berada dibawah -2 maka terjadi autokorelasi positif
- b. Jika D-W berada diatas +2 maka terjadi autokorelasi negatif
- c. Jika angka D-W berada diantara -2 hingga +2 maka tidak terjadi autokorelasi

Tabel 4. 3
Tabel Uji Autokorelasi

Model Summary^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.432 ^a	.186	.154	.25105	1.233

a. Predictors: (Constant), FCF, DISP, IOS

b. Dependent Variable: DPR

Sumber : Output SPSS, 2022

Pada tabel 4.3 uji autokorelasi diperoleh nilai durbin Watson sebesar 1,233 yang berarti nilai berada diantara -2 hingga +2 yang menunjukkan bahwa data tidak terjadi autokorelasi.

4.1.4. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi merupakan penjelasan mengenai seberapa besar pengaruh yang diberikan variabel bebas terhadap variabel terikat.

Tabel 4. 4
Tabel Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Std. Error of the Estimate
1	.432 ^a	.186	.25105

Sumber : Output SPSS, 2022

Perolehan hasil uji koefisien determinasi pada tabel 4.4 diperoleh nilai *R square* yaitu sebesar 18,6%. Mengindikasikan jika variabel independen dalam hal ini adalah *free cash flow, investment opportunity*

set dan *dispersion of ownership* mempengaruhi kebijakan dividen sebesar 18,6%. Sisanya sebesar 81,4% dijelaskan oleh variabel lain diluar penelitian ini.

4.1.5. Hasil Uji Hipotesis

4.1.5.1. Uji F

Uji simultan ini berguna untuk melihat pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Untuk menguji apakah secara bersama-sama variabel *free cash flow*, *investment opportunity set* dan *dispersion of ownership* terhadap kebijakan dividen dengan membandingkan nilai f hitung dengan nilai f tabel.

Tabel 4. 5
Tabel ANOVA

		ANOVA ^a				
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.927	3	.309	4.575	.005 ^b
	Residual	6.820	101	.068		
	Total	7.747	104			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), DISP, FCF, IOS

Sumber : Output SPSS, 2022

Tabel diatas menunjukkan jika nilai f hitung adalah 4,575. Sedangkan f tabel sebesar 2,69. Maka f hitung > f tabel (4,575 > 2,69. Nilai signifikansi 0,005 lebih kecil dari 0,05. Maka secara simultan variabel independen pada penelitian ini berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

4.1.5.2. Uji T

Uji t digunakan untuk menguji hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen secara parsial. Variabel independent pada penelitian ini yaitu *Free Cash Flow* (X1), *Investment Opportunity Set* (X2), dan *Dispersion of Ownership* (X3) dan variabel dependen *Dividend Payout Ratio* (Y)

1. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Hipotesis pertama pada penelitian ini adalah pengaruh *Free Cash Flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Tabel 4. 6
Tabel Uji T *free cash flow* terhadap kebijakan dividen

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.347	.054		6.485	.000
	FCF	.525	.310	.167	1.689	.094

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Output SPSS, 2022

Output SPSS pada tabel 4.6 menunjukkan bahwa nilai signifikansi 0,094. Nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, yang berarti hipotesis pertama pada penelitian ini ditolak. Karena tidak terdapat pengaruh antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

2. Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen

Hipotesis kedua yaitu mengenai *investment opportunity set*. Hipotesis pada penelitian ini adalah *investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Tabel 4. 7
Tabel Uji T *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	.327	.043		7.615	.000
	IOS	.044	.015	.275	2.862	.005

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Output SPSS, 2022

Output SPSS pada tabel 4.7 menunjukkan bahwa nilai signifikansi 0,005 lebih kecil dari 0,05. Yang berarti hipotesis kedua pada penelitian ini sesuai. Bahwa terdapat pengaruh antara *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen menunjukkan koefisien dengan arah positif. Artinya secara parsial *investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen karena nilai signifikansi kurang dari 0,05. Jika kebijakan dividen naik sebesar 1 satuan maka juga *investment opportunity set* akan naik sebesar 0,044.

3. Pengaruh *Dispersion of Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen

Hipotesis ketiga mengenai *dispersion of ownership* ini bahwa hubungan *dispersion of ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Tabel 4. 8
Tabel Uji T Dispersion of Ownership Terhadap Kebijakan Dividen

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.446	.048		9.232	.000
	DISP	-.085	.178	-.048	-.480	.632

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Output SPSS, 2022

Hasil tabel uji t pada *dispersion of ownership* terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa nilai signifikansi 0,632 lebih besar dari 0,05. Yang berarti hipotesis ketiga pada penelitian ini ditolak. Karena tidak terdapat pengaruh *dispersion of ownership* terhadap kebijakan dividen. Karena nilai signifikansi lebih dari 0,05.

4.1.5.3. Analisis Regresi Moderasi (*Moderated Regression Analysis*)

Untuk menguji analisis regresi moderasi perlu dilakukan perbandingan pada persamaan regresi. Terdapat 2 tahap untuk menguji persamaan tersebut. Persamaan pertama yaitu dengan menguji pengaruh antara X dan Z terhadap Y dan persamaan kedua yaitu X, Z dan variabel interaksi X dan Z terhadap Y

1. Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi Pada Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Tahap pertama untuk melakukan uji analisis regresi moderasi yaitu dengan menghitung pengaruh *free cash flow* (X1) dan ukuran perusahaan (Z) terhadap kebijakan dividen (Y). Maka pada tahap 1 diperoleh hasil persamaan sebagai berikut:

Tabel 4. 9
Uji Regresi Moderasi Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 1

		Coefficients ^a				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	(Constant)	.617	.116		5.330	.000
	FCF	.532	.266	.188	1.999	.048
	SIZE	-.011	.004	-.246	-2.615	.010

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Output SPSS, 2022

Tahap kedua untuk melakukan uji analisis regresi moderasi adalah dengan menghitung *free cash flow* (X1) dan ukuran perusahaan (Z) dan interaksi antara *free cash flow* dan ukuran perusahaan (X1*Z) terhadap kebijakan dividen (Y). Maka pada tahap 2 diperoleh hasil persamaan sebagai berikut

Tabel 4. 10
Uji Regresi Moderasi Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 2

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.533	.215		2.480	.015
	FCF	1.056	1.164	.373	.907	.367
	SIZE	-.008	.009	-.170	-.890	.376
	X1_Z	-.023	.049	-.200	-.462	.645

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Output SPSS, 2022

Berdasarkan tabel 4.9 dan 4.10 terdapat 2 tahap untuk menguji moderasi. Jika dilihat pada tabel 4.9 bahwa pada persamaan pertama, ukuran perusahaan memiliki hubungan yang signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Dapat dilihat dari beta yang dihasilkan sebesar -0,011 dengan signifikansi 0,010. Pada persamaan kedua di tabel 4.10 interaksi antara *free cash flow* dengan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen memiliki nilai signifikansi 0,645. Persamaan pada model kedua menunjukkan signifikansi diatas 0,05. Artinya ukuran perusahaan berperan sebagai *predictor moderator*. Dalam hal ini variabel moderasi berperan sebagai variabel independen dari model yang dibentuk.

2. Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi Pada Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen

Tahap pertama untuk melakukan uji analisis regresi moderasi yaitu dengan menghitung pengaruh *investment opportunity set* (X2) dan ukuran perusahaan (Z) terhadap kebijakan dividen (Y). Maka pada tahap 1 diperoleh hasil persamaan sebagai berikut

Tabel 4. 11
Uji Regresi Moderasi Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 1

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	.563	.111		5.090	.000
	SIZE	-.010	.004	-.213	-2.317	.022
	IOS	.041	.012	.309	3.372	.001

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Output SPSS, 2022

Tahap kedua untuk melakukan uji analisis regresi moderasi adalah dengan menghitung *investment opportunity set* (X2) dan ukuran perusahaan (Z) dan interaksi antara *investment opportunity set* dan ukuran perusahaan (X2*Z) terhadap kebijakan dividen (Y). Maka pada tahap 2 diperoleh hasil persamaan sebagai berikut

Tabel 4. 12
Uji Regresi Moderasi Pengaruh *Investment Opportunity Set*
Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 2

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	.421	.157		2.679	.009
	IOS	.101	.049	.760	2.087	.039
	X2_Z	-.003	.002	-.465	-1.278	.204
	SIZE	-.003	.007	-.072	-.501	.617

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Output SPSS, 2022

Berdasarkan tabel 4.11 dan 4.12 terdapat 2 tahap untuk menguji moderasi. Jika dilihat pada tabel 4.11 bahwa pada persamaan pertama, ukuran perusahaan memiliki hubungan yang signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Dapat dilihat dari beta yang dihasilkan sebesar -0,010 dengan signifikansi 0,022. Pada persamaan kedua di tabel 4.12 interaksi antara *investment opportunity set* dengan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen memiliki nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,204. Artinya ukuran perusahaan berperan sebagai *predictor moderator*. Dalam hal ini variabel moderasi berperan sebagai variabel independen dari model yang dibentuk.

3. Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi Pada Pengaruh *Dispersion of Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen

Tahap pertama untuk melakukan uji analisis regresi moderasi yaitu dengan menghitung pengaruh *dispersion of ownership* (X3) dan ukuran perusahaan (Z) terhadap kebijakan dividen (Y). Maka pada tahap 1 diperoleh hasil persamaan sebagai berikut

Tabel 4. 13
Uji Regresi Moderasi Pengaruh *Dispersion of Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 1

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.946	.143		6.640	.000
	SIZE	-.018	.005	-.378	-3.575	.001
	DISP	-.458	.195	-.249	-2.353	.021

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Output SPSS, 2022

Tahap kedua untuk melakukan uji analisis regresi moderasi adalah dengan menghitung *dispersion of ownership* (X3) dan ukuran perusahaan (Z) dan interaksi antara *dispersion of ownership* dan ukuran perusahaan (X3*Z) terhadap kebijakan dividen (Y). Maka pada tahap 2 diperoleh hasil persamaan sebagai berikut

Tabel 4. 14
Uji Regresi Moderasi Pengaruh *Dispersion of Ownership*
Terhadap Kebijakan Dividen Tahap 2

		Coefficients ^a				
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.550	.209		7.419	.000
	SIZE	-.043	.008	-.929	-5.251	.000
	DISP	-2.880	.669	-1.563	-4.308	.000
	X3_Z	.112	.030	1.206	3.767	.000

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Output SPSS, 2022

Berdasarkan tabel 4.13 dan 4.14 terdapat 2 tahap untuk menguji moderasi. Jika dilihat pada tabel 4.13 bahwa pada persamaan pertama, ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif signifikan terhadap kebijakan dividen yaitu -0,018. Pada tabel 4.14 tabel interaksi X3*Z menunjukkan hasil positif signifikan. Ukuran perusahaan berperan sebagai variabel *quasi moderator*. Dimana variabel moderasi dapat berinteraksi dengan variabel independen dan juga berhubungan signifikan dengan variabel dependen.

Ukuran perusahaan sebagai variabel tidak dapat memoderasi antara *dispersion of ownership* terhadap kebijakan dividen. Hasil koefisien interaksi antara *dispersion of ownership* dan ukuran perusahaan menunjukkan kearah positif yaitu 0,112. Dengan demikian bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan saham publik dan kebijakan dividen.

4.2. Pembahasan

4.2.1. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji analisis statistik *free cash flow* terhadap kebijakan dividen menunjukkan jika tidak terdapat pengaruh. Maka dalam penelitian ini hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen ditolak. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen yang akan dibagikan perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2020. Besar kecilnya *free cash flow* tidak mempengaruhi terhadap tinggi rendahnya dividen yang dibagikan.

Free cash flow merupakan arus kas yang penggunaannya sudah dikurangi dengan biaya-biaya perusahaan dalam menempatkan investasinya. *Free Cash Flow* yang tinggi tidak akan mempengaruhi besaran dividen yang akan dibagikan. Pembayaran dividen tidak dipengaruhi oleh tinggi rendahnya *free cash flow* karena selama periode pengamatan diketahui bahwa perusahaan manufaktur menggunakan kas operasi untuk melakukan pembelian aset sehingga kelebihan arus kas yang dimiliki tidak mencukupi untuk pembayaran dividen.

Dengan banyaknya investasi yang dilakukan menyebabkan biaya investasi naik yang menjadikan arus kas bebas menjadi negatif. Hal ini dibuktikan dari arus kas bebas perusahaan manufaktur pada tahun 2018-2020 yang fluktuatif. Perusahaan pada tahun 2018 dan 2019

menggunakan dananya untuk melakukan kegiatan investasi, hal tersebut dibuktikan dengan meningkatnya pembelian aset. Yang menyebabkan arus kas bebas tidak menentu sehingga tidak memiliki dana lebih untuk dibagikan dalam bentuk dividen. Di tahun 2020 total aset meningkat sehingga perusahaan mampu memperbaiki kinerja perusahaan. Namun pembayaran dividen di tahun tersebut mengalami penurunan menjadi 45%, hal ini menunjukkan bahwa 55% keuntungan yang diperoleh perusahaan diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan.

Pada penelitian ini ditemukan bahwa pada tahun 2019 *free cash flow* perusahaan manufaktur menurun sebesar 0,4%. Penurunan ini disebabkan oleh kontribusi perekonomian industri manufaktur yang menurun. Yang mengakibatkan perolehan arus kas operasi dan pengeluaran modal tidak seimbang dengan total aset yang dimiliki, sehingga arus kas di tahun tersebut mengalami penurunan karena terjadinya pemangkasan kontribusi mengakibatkan penurunan terhadap kinerja perusahaan. Pernyataan ini diperkuat oleh Kementerian Perindustrian bahwa terdapat penurunan utilisasi sehingga terdapat pemangkasan kontribusi dari tahun ke tahun. Selain itu terdapat penurunan minat permintaan secara global atau domestik, yang mengakibatkan kontribusi industri manufaktur terhadap PDB turun (Lestari, 2022). Dengan menurunnya minat secara global maupun domestik berdampak pada investor ketika memilih perusahaan untuk kegiatan investasinya. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan

oleh Oktarini (2019) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Menurut Oktarini (2019) *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen disebabkan oleh faktor perusahaan dan faktor makro ekonomi sehingga berdampak terhadap investor dalam memilih perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori *residual* kebijakan dividen yang menyatakan bahwa dividen akan dibagikan kepada investor ketika perusahaan memiliki dana yang tidak terpakai setelah kegiatan investasinya. Keadaan yang menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen disebabkan oleh meingkatnya pengeluaran modal oleh perusahaan sehingga perusahaan tidak memiliki dana berlebih untuk dibagikan dalam bentuk dividen. Karena pengeluaran modal setiap tahunnya meningkat.

Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2021) menyatakan jika *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dikarenakan perusahaan lebih memprioritaskan dana untuk belanja modal dan investasi di masa mendatang. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lutfiana, Fina Bunga & Riduwan (2018) dan Paramitha & Arfan (2017) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Jika perusahaan memiliki arus kas bebas yang positif maka akan mengurangi adanya konflik agensi, karena pihak manajer dituntut untuk menggunakan dananya dibagikan dalam bentuk dividen.

Dalam kajian keislaman, *Free Cash Flow* dikategorikan sebagai *al-mal* (harta) yang baiknya dikelola dan dibagikan. Ayat yang sesuai mengenai *Free Cash Flow* sebagai *al-mal* terdapat dalam Al-Quran Surah An-Nisa ayat 29:

تِجَارَةً تَكُونَ أَنْ إِلَّا بِالْبَاطِلِ بَيْنَكُمْ أَمْوَالِكُمْ تَأْكُلُوا لَا أَمْنُوا الَّذِينَ يَأْتِيهَا
رَحِيمًا بِكُمْ كَانَ اللَّهُ إِنَّ أَنْفُسَكُمْ تَفْتُلُوا وَلَا مِنْكُمْ تَرْضَى عَنْ

“Wahai orang-orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang bathil (tidak benar), kecuali dalam perdagangan yang berlaku atas dasar suka sama suka diantara kamu. Dan janganlah kamu membunuh dirimu. Sungguh Allah Maha Penyayang kepadamu.” (QS. An-Nisa:29)

Berdasarkan tafsir oleh Wahbah Az-Zuhaili, menafsirkan ayat tersebut bahwa janganlah kalian mengambil harta orang lain dengan cara yang haram dalam jual beli, (jangan pula) dengan riba, judi, merampas, dan penipuan. Akan tetapi diperbolehkan untuk mengambil harta milik selainmu dengan cara berdagang.

Ayat tersebut menjelaskan untuk tidak mengkonsumsi harta dengan cara yang haram. Untuk menghindari perbuatan yang *bathil* cara lain untuk mendapatkan harta yaitu melalui perdagangan. Oleh karena itu, konsep mengenai arus kas berlebih yang merupakan bagian dari harta hendaknya dibagikan dalam bentuk dividen sesuai dengan kajian Islam agar tidak serakah dalam harta.

4.2.2. Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji analisis statistik *investment opportunity set* menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan antara *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen dengan arah positif. Maka dalam penelitian

ini hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen diterima. Hasil penelitian menunjukkan jika terdapat pengaruh antara *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen kearah positif pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018-2020. Jika kebijakan dividen meningkat 1 satuan maka *investment opportunity set* juga akan meningkat. Begitu pula ketika kebijakan dividen turun, maka *investment opportunity set* juga akan menurun.

Penelitian ini menggunakan proksi harga untuk memperoleh nilai kesempatan investasi suatu perusahaan. Proksi harga dapat diperoleh dengan menghitung MVBE, yang merupakan salah satu cara untuk mendapatkan nilai *investment opportunity set* yang diproksikan dengan harga saham. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kenaikan *investment opportunity set* akan menyebabkan pembayaran dividen yang meningkat dikarenakan perusahaan yang secara konsisten melakukan investasi menandakan bahwa perusahaan memiliki dana sendiri untuk berinvestasi yang tidak menyebabkan penurunan atau pengurangan pada pembagian dividen dan dari investasi tersebut akan diperoleh keuntungan, sehingga pembagian pada dividen akan bertambah.

Investment opportunity set terhadap kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan mengindikasikan bahwa investasi yang dilakukan

perusahaan memberikan tingkat keuntungan yang baik, sehingga perusahaan dapat membagikan dividen kepada investor. Kondisi perusahaan yang bagus dengan peluang investasi yang tinggi akan membuat investor tertarik untuk menanamkan modalnya dalam membiayai investasi tersebut. Dengan begitu perusahaan dapat memperoleh laba yang besar dan dividen yang akan dibagikan kepada investor juga semakin besar. Hal ini diperkuat dengan data pada perusahaan manufaktur yang menunjukkan bahwa ketika perusahaan membagikan dividennya maka kesempatan investasi mengikuti pergerakan pembagian dividen. Pada tahun 2018 kesempatan investasi perusahaan tinggi, dan pembagian dividen juga tinggi. Penurunan jumlah dividen pada tahun 2020 juga mempengaruhi kesempatan investasi yang juga menurun. Penyebab menurunnya dividen dan kesempatan investasi dikarenakan perusahaan manufaktur terdampak oleh kondisi pandemi yang menyebabkan harga saham mengalami penurunan. Hal ini sejalan dengan data pada penelitian ini bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Jika perusahaan membagikan dividen yang tinggi maka kesempatan investasi yang dilakukan oleh perusahaan akan meningkat. Begitupula sebaliknya, jika pembagian dividen turun maka kesempatan investasi perusahaan juga mengalami penurunan.

Dapat dilihat bahwa sebelum terkena pandemi, tingkat pembayaran dividen yang tinggi mampu menaikkan harga saham. Namun ketika

kondisi terdampak oleh pandemi menunjukkan jika perusahaan mengurangi jumlah dividen yang dibagikan dan juga berdampak pada harga saham perusahaan. Meskipun perolehan laba pada perusahaan manufaktur naik, namun perusahaan cenderung mengurangi penggunaan laba untuk dibagikan dalam bentuk dividen. Nilai investasi juga mengalami penurunan saat terkena dampak pandemi, karena perhitungan dari nilai investasi ini menggunakan proksi harga, dan harga saham di tahun tersebut juga mengalami penurunan daripada tahun sebelumnya.

Sesuai dengan teori *bird in the hand* bahwa pembagian dividen dapat mempengaruhi harga saham. Jika perusahaan meningkatkan dividennya maka harga saham akan naik, begitupula ketika dividen yang dibagikan menurun maka harga saham juga akan menurun. Adanya informasi mengenai pembayaran dividen yang tinggi akan menyebabkan harga saham yang tinggi juga, begitupula ketika pembayaran dividen yang rendah maka harga saham akan turun. Investor menganggap hal tersebut sebagai sinyal yang buruk karena terjadi penurunan dividen. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori mengenai ketidakrelevanan dividen yang digagas oleh Modigliani dan Miller yang menyatakan jika pembayaran dividen tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham.

Penelitian ini mendukung *signalling theory* yang menyatakan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif mengenai

pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Seorang investor lebih menyukai adanya pembagian dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain sehingga perusahaan dapat mengambil kesempatan investasi sejalan dengan pembagian dividen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa investasi yang dilakukan perusahaan memberikan tingkat keuntungan yang baik sehingga perusahaan dapat membagikan dividen yang tinggi.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Hasanuh (2019) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, bahwa perusahaan telah memiliki dana terpisah untuk membagikan dividennya. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Suartawan & Yasa (2017) menyatakan jika dana yang dimiliki oleh perusahaan mampu membiayai investasi perusahaan dan membagikan dividen di saat bersamaan. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hartono (2021), Suhartono (2021) dan Nurwulandari (2020) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Menurut Nurwulandari (2020) ketika posisi laporan keuangan suatu perusahaan dalam keadaan yang baik maka perusahaan akan memprioritaskan untuk melakukan pembelian aset daripada membayarkan dividen yang tinggi.

Investment Opportunity Set (IOS) dalam kajian keislaman dijelaskan pada Al-Qur'an Surah At-Taubah ayat 34.

أَمْوَالٍ لِّيَأْكُلُونَ وَالرُّهْبَانَ الْأَحْبَارَ مِمَّنْ كَثِيرًا إِنَّ أَمْنُوا الَّذِينَ يَأْتِيهَا
الذَّهَبَ يَكْنِزُونَ ۖ وَالَّذِينَ اللَّهُ سَبِيلٌ عَنْ وَيَصُدُّونَ بِالْبَاطِلِ النَّاسِ
الَّذِينَ بَعْدَآبٍ ۖ فَبَشِّرْهُمْ اللَّهُ سَبِيلٍ فِي يُنْفِقُونَهَا وَلَا وَالْفِضَّةَ

“Wahai orang-orang yang beriman. Sesungguhnya banyak dari orang-orang alim dan rahib-rahib mereka benar-benar memakan harta orang dengan jalan yang batil, dan (mereka) menghalang-halangi (manusia) dari jalan Allah. dan orang-orang yang menyimpan emas dan perak dan tidak menginfakkannya di jalan Allah, maka berikanlah kabar gembira kepada mereka, (bahwa mereka akan mendapat) azab yang pedih”(QS. At-Taubah:34)

Ibnu Katsir menjelaskan arti *batil* pada ayat tersebut merupakan perilaku dari tokoh agama Yahudi dan Nasrani yang menjual agama untuk memperoleh dunia, dan menggunakan jabatan agama untuk memperoleh harta umatnya seperti hadiah dan pajak. Ayat ini memberitahu agar orang-orang yang beriman tidak berperilaku seperti Yahudi dan Nasrani yang menggunakan harta orang lain dengan cara *batil* untuk memperoleh keuntungan. Begitupula dengan perilaku penimbunan, yaitu adanya keengganan untuk melakukan investasi dengan cara-cara yang dibenarkan.

Ayat tersebut menjelaskan untuk tidak menimbun harta tanpa mau menginfakkannya. Secara konsep konvensional, menimbun harta yang dimaksud dapat diartikan bahwa laba yang diperoleh perusahaan tidak seharusnya ditimbun, maka harta yang dimiliki perusahaan dapat diinvestasikannya secara duniawi.

4.2.3. Pengaruh *Dispersion of Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil uji analisis statistik *dispersion of ownership* menunjukkan bahwa kepemilikan saham publik tidak berpengaruh terhadap kebijakan

dividen. Maka dalam penelitian ini hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa *dispersion of ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen ditolak. Dikarenakan temuan pada penelitian ini menunjukkan jika *dispersion of ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Besaran dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak dipengaruhi oleh presentase kepemilikan saham oleh publik. Alasannya dikarenakan kepentingan pemegang saham publik memiliki presentase kecil sehingga tidak memiliki wewenang yang besar dalam memutuskan besaran dividen. Hal ini dibuktikan dengan rata-rata presentase kepemilikan publik yang semakin menurun. Pada tahun 2018 sebesar 23,3% lalu di tahun 2019 mengalami penurunan menjadi 22,3% dan terus mengalami penurunan. Pada tahun 2020 presentase kepemilikan publik menjadi 22%.

Membuktikan bahwa semakin bertambahnya kepemilikan oleh publik maka saham perusahaan semakin tersebar sehingga wewenang publik semakin kecil sehingga tidak berkontribusi dalam keputusan pembagian dividen. Pernyataan ini sesuai dengan yang disampaikan oleh Jensen (1976) yang menyatakan jika sejumlah pemegang saham semakin menyebar, maka akan menyebabkan kekuatan para pemegang saham untuk mengontrol manajemen semakin rendah. Dikarenakan konsentrasi kepemilikan publik kecil membuat pemegang saham publik tidak memiliki wewenang pada keputusan pembagian dividen. Hasil ini

tidak sesuai dengan teori keagenan bahwa untuk meminimalisir konflik keagenan yaitu dengan melakukan pengawasan untuk memantau kinerja perusahaan. Semakin tersebar nya saham kepemilikan memaksa perusahaan untuk membayarkan dividen yang tinggi. Kebijakan dividen sebagai fungsi pengawasan apabila pembayaran dividen dibiayai dengan penjualan saham baru pemegang saham mayoritas akan kesulitan untuk mengontrol terbukti dikarenakan kepemilikan saham semakin tersebar.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Waruwu & Amin (2014) yang menyatakan jika tidak adanya pengaruh kepemilikan saham publik terhadap kebijakan dividen dikarenakan kepemilikan publik pada suatu perusahaan memiliki presentase persebaran yang sangat kecil. Sehingga dengan presentase yang rendah tersebut membuat kepemilikan saham publik memiliki suara yang kecil dalam mengatur kebijakan perusahaan. Paramitha & Arfan (2017) juga mendukung penelitian ini bahwa *dispersion of ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Menurutnya besaran kepemilikan saham publik tidak akan merubah besaran dividen kas yang akan dibagikan.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian oleh Vidia & Darmayanti (2016) yang menyatakan kepemilikan saham publik memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. semakin tinggi persebaran kepemilikan maka akan semakin tinggi pula

dividen yang akan dibayarkan. Untuk mengurangi timbulnya konflik, maka pembayaran dividen dapat menjadi salah satu alternatif untuk melakukan pengawasan terhadap kinerja di dalam perusahaan. Lailiyah & Abadi (2021) juga mengungkapkan temuan mereka yang tidak sejalan dengan penelitian ini bahwa kepemilikan publik memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Penemuan ini menyatakan jika tingginya persebaran saham maka konflik yang terjadi akan semakin besar. Untuk mengurangi konflik akan meningkatkan kebutuhan pengawas dan membutuhkan biaya agensi yang tinggi pula. Maka untuk mengurangi hal tersebut perusahaan memutuskan untuk membagikan dividen yang tinggi

Dispersion of ownership merupakan salah satu bentuk kepemilikan harta yang dimiliki oleh manusia. Untuk mencari harta yang halal umat islam dianjurkan untuk memperhatikan darimana asal harta tersebut. Harta sebaiknya diatur dan dikelola dengan sebaik-baiknya. Sesuai dengan firman Allah mengenai kepemilikan harta yang termuat dalam Al-Qur'an Surat Al-Hadid ayat 7.

أٰمِنُوۡا فَاَلَّذِيۡنَ فِيۡهِ مُسْتَخٰلِفِيۡنَ جَعَلَكُمْ مِمَّا وَاَنۡفَقُوۡا وَّرَسُوۡلِهٖۙ بِاللّٰهِ اٰمِنُوۡا
كَبِيۡرٌ اَجْرٌ لَّهُمۡ وَاَنۡفَقُوۡا مِنْكُمۡ

“Berimanlah kamu kepada Allah dan Rasul-Nya dan infakkanlah (di jalan Allah) sebagian dari harta yang Dia telah menjadikan kamu sebagai penguasanya (amanah). Maka orang-orang yang beriman di antara kamu dan menginfakkan (hartanya di jalan Allah) memperoleh pahala yang besar.” (Q.S. Al-Hadid:7)

Berdasarkan tafsir oleh Ibnu Katsir mengenai ayat ini yaitu Allah SWT memerintahkan manusia untuk beriman kepada-Nya dan Rasul-

nya, menganjurkan kita untuk membelanjakan harta yang telah Allah titipkan untuk mengelolanya dan menafkankan sebagian harta yang telah Allah amanahkan. Bahwasanya harta yang telah dititipkan kelak akan ditinggalkan. Ayat yang terkandung tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan atas harta benda di dunia berpindah dari Allah menjadi milik manusia. Kepemilikan tersebut merupakan kepemilikan untuk menikmati harta kekayaan yang ada, bukan sebagai pemilik yang seutuhnya. Harta tersebut hanyalah amanah dari Allah dan menggunakan untuk kemudian menafkahkan sebagian hartanya.

Kepemilikan publik merupakan harta ketika seorang investor membeli saham suatu perusahaan. Seorang investor yang akan mendapatkan keuntungan dari hasil pembelian saham tersebut. Seperti halnya yang telah disampaikan dalam Al-Qur'an Surah Al-Hadid bahwa kepemilikan tersebut merupakan kepemilikan untuk menikmati harta kekayaan yang ada, dan harta tersebut sebaiknya digunakan untuk hal-hal yang baik.

4.2.4. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi

Hipotesis pada penelitian menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat memoderasi *free cash flow* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil uji hipotesis yang telah dilakukan, menunjukkan bahwa ukuran perusahaan pada penelitian ini tidak dapat dijadikan

sebagai variabel moderasi. Ukuran perusahaan dapat diketahui berdasarkan total aset yang dimiliki. Peran ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada hipotesis ini tidak mampu memoderasi hubungan antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan berperan sebagai variabel *predictor moderator*. Karena secara signifikan terdapat pengaruh antara variabel Z terhadap Y pada persamaan pertama, dan pada persamaan kedua interaksi antara $X1*Z$ tidak signifikan, sehingga variabel moderasi berperan sebagai variabel independen dari model yang dibentuk.

Arah koefisien regresi pada interaksi *free cash flow* dan ukuran perusahaan menuju kearah negatif yang berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka akan menurunkan pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Pernyataan ini didukung dengan data bahwa meningkatnya ukuran perusahaan tidak dipengaruhi dengan *free cash flow*. Ukuran perusahaan pada perusahaan manufaktur pada tahun 2018-2020 setiap tahun selalu mengalami kenaikan, berbeda dengan rata-rata hasil *free cash flow* yang tidak menentu setiap tahunnya. Dikarenakan perusahaan besar akan mudah mendapatkan dana eksternalnya sehingga perusahaan besar mudah untuk memasuki pasar modal, tetapi semakin besar dana yang diperlukan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan sehingga perusahaan lebih senang menahan labanya untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan. Pada penelitian menunjukkan jika

semakin besarnya ukuran perusahaan akan menggunakan dananya untuk membiayai pertumbuhan perusahaan.

Hal ini tidak sesuai dengan teori keagenan, salah satu faktor yang memicu adanya konflik agensi adalah adanya perbedaan tujuan yang ingin dicapai oleh seorang manajer dengan pemilik perusahaan. adanya modal yang ditahan oleh perusahaan juga dapat memicu adanya konflik agensi. Salah satu cara untuk mengurangi konflik agensi yaitu dengan mengelola modal yang ditahan dan membagikan kepada investor dalam bentuk dividen. *Free cash flow* yang merupakan jumlah laba yang dimiliki perusahaan setelah penempatan investasi, hal ini dapat memicu adanya konflik agensi.

Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan yang dilakukan oleh Ulfa et al., (2020) bahwa tidak ditemukan pengaruh ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada *free cash flow*. Dalam penelitiannya menyatakan jika tinggi rendahnya *free cash flow* pada ukuran perusahaan tidak menjamin perusahaan dalam membayarkan dividennya. Tinggi rendahnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak tergantung pada perubahan *free cash flow* ataupun ukuran perusahaan. Temuan penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Trisna & Gayatri (2019) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi mampu memperkuat hubungan antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Selain itu, hasil pada penelitian yang dilakukan oleh Trisna & Gayatri (2019) yang

mendukung teori agensi bahwa semakin besar ukuran sebuah perusahaan maka arus kas yang dimiliki perusahaan akan semakin tinggi. Sehingga untuk mengurangi konflik agensi laba yang ditahan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

4.2.5. Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi

Hipotesis pada penelitian menyatakan bahwa ukuran perusahaan dapat memoderasi *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil uji hipotesis yang telah dilakukan, bahwa interaksi antara *investment opportunity set* dengan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen tidak mampu memperkuat atau memperlemah hubungan. Maka ukuran perusahaan pada penelitian ini tidak dapat dijadikan sebagai variabel moderasi.

Peran ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada hipotesis ini tidak mampu memoderasi hubungan antara *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan berperan sebagai variabel *predictor moderator*, bahwa variabel moderasi berperan sebagai variabel independen dari model yang dibentuk. Besar kecilnya perusahaan tidak mempengaruhi terhadap kesempatan investasi perusahaan. Karena dana yang dimiliki perusahaan besar digunakan untuk membiayai operasional perusahaan sehingga perusahaan akan menahan labanya daripada menggunakan dananya untuk pengeluaran

investasi. Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang mana mampu berperan sebagai variabel independen yang telah dibentuk. Temuan penelitian yang dilakukan oleh Meidawati (2018) menyatakan jika ukuran perusahaan merupakan salah satu determinan dalam menentukan kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki aset besar dapat memasuki pasar modal dengan mudah sehingga dividen yang dibayarkan juga akan tinggi.

Hasil data pada perusahaan manufaktur tahun 2018-2020 jika *Investment opportunity set* dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan penelitian Hartono (2020) besar atau kecilnya perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Puspita et al., (2021) bahwa ukuran perusahaan mampu menjadi variabel moderasi dan memperkuat kesempatan *investment opportunity set*. Menurut hasil penelitian tersebut, menyatakan jika semakin besar ukuran perusahaan maka pasar akan semakin percaya karena kinerja perusahaan telah *solid* sehingga memudahkan perusahaan untuk memperoleh pendanaan eksternal serta memudahkan untuk memasuki pasar dan mengembangkan pilihan investasinya.

4.2.6. Pengaruh *Dispersion of Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi

Hipotesis pada penelitian ini adalah ukuran perusahaan mampu memoderasi hubungan antara *dispersion of ownership* terhadap

kebijakan dividen. Maka hipotesis pada penelitian ukuran perusahaan tidak mampu memoderasi hubungan antara *dispersion of ownership* terhadap kebijakan dividen. Diketahui bahwa ukuran perusahaan merupakan variabel *quasi moderator* (moderator semu) dimana moderator semu yaitu variabel yang dapat berinteraksi dengan variabel independen dan juga berhubungan signifikan dengan variabel dependen. Hal ini mengakibatkan variabel moderasi tersebut dapat berlaku sebagai variabel moderator juga sekaligus sebagai variabel independen.

Ukuran perusahaan merupakan salah satu faktor untuk menentukan kebijakan dividen. Temuan penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan negatif ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan berskala besar akan cenderung untuk mengurangi dividennya. Hal ini dapat dilihat bahwa aset yang dimiliki oleh perusahaan manufaktur pada tahun 2018-2020 yang terus meningkat setiap tahunnya. Meningkatnya aset ini juga menyebabkan perusahaan mengurangi dividen yang akan dibagikannya. Aset yang dimiliki oleh perusahaan digunakan sebagai kegiatan produksi perusahaan sehingga memilih untuk mengurangi pembayaran dividen. Data pembagian dividen pada perusahaan manufaktur cenderung mengalami penurunan. Temuan ini juga didukung oleh penelitian oleh Pattiruhu & Paais (2020) yang menyatakan jika ukuran perusahaan besar tidak menjanjikan bahwa dividen yang akan dibagikan juga tinggi.

Interaksi ukuran perusahaan dengan *dispersion of ownership* menunjukkan nilai yang signifikan. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa semakin besar perusahaan cenderung memiliki tuntutan publik akan informasi yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang berukuran kecil. Dengan memiliki total aset yang besar, maka publik akan menuntut informasi yang lebih tinggi. Sehingga semakin besar tekanan yang dihadapi perusahaan untuk membagikan dividennya kepada publik. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Oktriani & Arza (2018) yang mengungkapkan jika ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi mampu memperkuat hubungan kepemilikan publik. Bahwa perusahaan besar lebih diawasi oleh para investor. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Arofah et al. (2017) yang menyatakan jika ukuran perusahaan tidak memperkuat kepemilikan publik.

Ukuran perusahaan dalam perspektif islam, ukuran perusahaan dapat dikategorikan sebagai harta (*al-mal*). Yang mana penggunaannya tidak boleh digunakan secara berlebihan. Hal tersebut termuat dalam Surah Al-Isra' ayat 26-27

تَبَذِّرَ تَبَذَّرًا تَبَذَّرَ وَلَا السَّيْلِ وَابْنِ وَالْمَسْكِينِ حَقَّهُ الْقُرْبَىٰ ذَا وَاتِ
كَفُورًا لِرَبِّهِ الشَّيْطَانُ ۖ وَكَانَ الشَّيْطَانُ إِخْوَانَ كَانُوا الْمُبَدِّرِينَ إِنَّ

“Dan berikanlah haknya kepada kerabat dekat, juga kepada orang miskin dan orang dalam perjalanan, dan janganlah kamu menghambur-hamburkan (hartamu) secara boros. Sesungguhnya orang-orang yang pemboros itu adalah saudara setan dan setan itu sangat ingkar kepada Tuhannya.” (Q.S Al-Isra' 26-27)

Ayat ini menjelaskan agar memberikan haknya kepada keluarga-keluarga yang dekat berupa bantuan. Demikian juga kepada orang miskin dan orang yang dalam perjalanan, berikanlah zakat yang diwajibkan, sedekah yang dianjurkan atau bantuan lainnya yang diperlukan, dan janganlah kamu menghambur-hamburkan hartamu secara boros dengan membelanjakannya pada hal-hal yang tidak ada kemaslahatan. Allah mencela perbuatan boros, dengan menyatakan bahwa orang-orang yang boros itu adalah saudara setan, mereka berbuat boros dalam membelanjakan harta atas dorongan setan, oleh karena itu, perilaku boros termasuk sifat setan.

Dalam ayat tersebut menjelaskan bahwa sebagai umat Islam dianjurkan untuk tidak bersikap boros dalam menggunakan hartanya, serta menghamburkan harta merupakan perbuatan yang ingkar terhadap Tuhan. Pernyataan pada ayat tersebut menggambarkan jika ukuran perusahaan merupakan harta yang harus digunakan sesuai dengan porsinya.

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis yang telah dilakukan mengenai pengaruh *free cash flow*, *investment opportunity set* dan *dispersion of ownership* terhadap kebijakan dividen dimoderasi oleh ukuran perusahaan, maka kesimpulan pada penelitian ini sebagai berikut:

1. *Free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. *Free cash flow* yang merupakan arus kas yang penggunaannya dihitung setelah menempatkan asetnya tidak mempengaruhi besaran dividen yang dibagikan.
2. *Investment opportunity set* berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Bahwasannya semakin tinggi nilai kesempatan investasi perusahaan maka dividen yang dibagikan akan meningkat. Perusahaan telah memiliki pendanaan tersendiri untuk membagikan dividen.
3. *Dispersion of ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Karena presentase kepemilikan publik yang relatif kecil membuat publik tidak memiliki wewenang terhadap keputusan pembagian dividen.
4. Ukuran perusahaan tidak berperan sebagai variabel moderasi karena tidak memiliki pengaruh terhadap *free cash flow*. Ukuran perusahaan

berperan sebagai variabel independen yang dibentuk atau disebut sebagai *predictor* moderasi.

5. Ukuran perusahaan tidak berperan sebagai variabel moderasi karena tidak memiliki pengaruh terhadap *investment opportunity set*. Ukuran perusahaan berperan sebagai variabel independen yang dibentuk atau disebut sebagai *predictor* moderasi.
6. Ukuran perusahaan berperan sebagai variabel *quasi moderator* pada pengaruh *dispersion of ownership* terhadap kebijakan dividen.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Terdapat beberapa kekurangan pada penelitian ini sehingga dapat menjadi pembaruan atau mendukung penelitian serupa karena pengaruh variabel memiliki nilai determinasi yang relative rendah maka diduga terdapat beberapa keterbatasan yang akan peneliti sampaikan, yaitu:

1. Variabel independen mempengaruhi variabel dependen hanya 18,6%, sisanya sebesar 81,4% dipengaruhi oleh variabel lain
2. Variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen hanya *investment opportunity set*.

5.3. Saran

Sehingga saran peneliti berdasarkan hasil penelitian yang diperoleh adalah:

1. Bagi investor

Sebelum menanamkan sahamnya pada suatu perusahaan sebaiknya investor perlu melakukan analisis agar dapat menentukan keuntungan

yang akan diperoleh. Dengan melakukan analisis pada perusahaan maka akan mengetahui kondisi perusahaan dan memperoleh *return*.

2. Bagi perusahaan

Selanjutnya pihak perusahaan jika ingin mempertahankan untuk membagikan dividen yang tinggi kepada investor, maka perusahaan dapat memperhatikan dalam mengelola pengeluaran modal. Diharapkan *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan *dispersion of ownership* dapat menjadi salah satu faktor yang dapat dipertimbangkan untuk memutuskan besaran dividen.

3. Bagi peneliti selanjutnya

Bagi peneliti selanjutnya dapat menambahkan periode pengamatan yang lebih lama. Penelitian ini menyarankan agar peneliti selanjutnya menambahkan variabel untuk mengetahui variabel lain yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen serta memilih objek atau industri yang berbeda dengan penelitian ini. Dikarenakan nilai koefisien determinasi pada penelitian ini rendah karena selama periode pengamatan diketahui bahwa perusahaan manufaktur terdampak oleh kondisi makroekonomi yang berarti terdapat faktor lain yang mempengaruhi kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Anwar, M. (2019). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*. Prena Media.
- Arifin, A. Z. (2018). *Manajemen Keuangan*. Zahir Publishing.
- Arofah, U., Astuti, D. S. ., & Harimurti, F. (2017). Ukuran Perusahaan Sebagai Pemoderasi Pengaruh Kepemilikan Publik Komite Audit dan Laba Rugi Terhadap Audit Delay. *Jurnal Akuntansi Dan Sistem Teknologi Informasi*, 13(2), 297–305.
- Astriani, E. F. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen Keuangan*, 22–26.
- Auditta, I. G., Sutrisno, & Achsin, M. (2014). Agency cost towards policy. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 12(2), 284–294.
- Brigham, E. ., & Houston, J. (2019). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (10th ed.). Cengage.
- Damayanti, R., Marwati, F. S., & Widayanti, R. (2017). Analisa Kebijakan Dividen Berdasarkan Teori Lintner. *Agregat : Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 1(2), 183–194. <https://doi.org/10.22236/agregat>
- Darmawan. (2018). *Manajemen Keuangan*. FEBI UIN Suka Press.
- Dewasiri, N. J., Yatiwelle Koralalage, W. B., Abdul Azeez, A., Jayarathne, P. G. S. A., Kurupparachchi, D., & Weerasinghe, V. A. (2019). Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, 45(3), 413–429. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>
- Erisma, N. (2018). *Pengaruh Agency Cost dan Peluang Investasi Terhadap Kebijakan Deviden*. Universitas Sumatera Utara.
- Fahriyani, I. (2013). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Investment Opportunity Set, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen dengan Debt to Equity Ratio dan Kepemilikan Institusional Sebagai Moderating variable. *Journal of Applied Finance & Banking*, 4(2), 72–86. http://www.scienpress.com/Upload/JAFB/Vol3_1_8.pdf<https://ejournal3.undip.ac.id/index.php/djom/article/view/800/774>
- Fatmawati, M. (2013). Pengaruh Invetsment Opportunity Set (IOS), Free Cash Flow (FCF) , dan Profitabilitas (ROA) Terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) Pada Perusahaan LQ 45 Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah MIPA, Vol 1 (2)*, 1–9.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate (IX)*. Badan Penerbit Univesitas Diponegoro.

- Harjito, D. ., & Martono. (2014). *Manajemen Keuangan*. Ekonisia.
- Hartono, P. G., Sari, W. R., Tinungki, G. M., Jakaria, J., & Hartono, A. B. (2021). The Determinants of Dividend Policy: An Empirical Study of Inconsistent Distribution of Dividends Using Balanced Panel Data Analysis. *Media Ekonomi Dan Manajemen*, 36(2), 89. <https://doi.org/10.24856/mem.v36i2.2023>
- Hasanuddin, R. (2021). The Influence of Investment Decisions, Dividend Policy and Capital Structure on Firm Value. *Jurnal Economic Resource*, 4(1), 39–48. <http://jurnal.fe.umi.ac.id/index.php/JER/article/view/845>
- Hasanuh, N. (2019). Pengaruh Investment Opportunity Set dan Ukuran Perusahaan terhadap Deviden Kas. *Jurnal SEKURITAS (Saham, Ekonomi, Keuangan Dan Investasi)*, 3(1), 33. <https://doi.org/10.32493/skt.v3i1.3261>
- Jayanti, I. S. D., & Puspitasari, A. F. (2019). Ownership Structures and Dividend Policy in Manufacturing Companies in Indonesia. *TIJAB (The International Journal of Applied Business)*, 1(1), 1. <https://doi.org/10.20473/tijab.v1.i1.2017.1-13>
- Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers American. *Economic Review*, 76, 323-339.
- Jensen, M., & Meckling., W. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Krisardiyansyah & Lailatul, A. (2020). Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 9(7).
- Lailiyah, E. H., & Abadi, M. D. (2021). Agency Cost dan Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *JURNAL AKUNTANSI DAN BISNIS : Jurnal Program Studi Akuntansi*, 7(1), 33–41. <https://doi.org/10.31289/jab.v7i1.4302>
- Lestari, R. (2022). *Penurunan Kontribusi Manufaktur Terhadap PDB, Ini Sebabnya*. <https://ekonomi.bisnis.com/read/20220102/257/1484409/penurunan-kontribusi-manufaktur-terhadap-pdb-ini-sebabnya#:~:text=Pada 2015%2C industri manufaktur mencatatkan,naik menjadi 19%2C88 persen.>
- Lutfiana, Fina Bunga & Riduwan, A. (2018). Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 7(10), 1–17.
- Meidawati, N., Nurfauziya, A., & Chasanah, U. (2019). Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen. *Jurnal Mitra Manajemen*, 3(11), 1055–1072. <https://doi.org/10.52160/ejmm.v3i11.294>

- Musthafa. (2017). *Manajemen Keuangan*. CV ANDI OFFSET.
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175.
- Nurwulandari, A. (2020). The Impact of Investment Opportunity Asset, Return on Assets, and Sales Growth on Dividend Policy: Empirical Analysis of Manufacturing Companies Listed in the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) from 2015-2017. *International Journal of Islamic Khazanah*, 10(1), 34–42. <http://journal.uinsgd.ac.id/index.php/ijik/article/view/12514>
- Oktarini, L. N. (2019). Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Managerial Ownership Terhadap Dividen Policy Melalui Debt Policy Sebagai Pemediasi. *Jurnal Widya Manajemen*, 1(2), 40–59.
- Oktriani, R., & Arza, F. I. (2018). Pengaruh Listing Age dan Ownership Dispersion Terhadap Luas Pengungkapan Sukareka dengan Firm Size Sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI tahun 2014-2016). *Jurnal Wahana Riset Akuntansi*, 6(2), 1255. <https://doi.org/10.24036/wra.v6i2.102510>
- Paramitha, C. B., & Arfan, M. (2017). The effect of collateralizable asset, dispersion of ownership, free cash flow and investment opportunity set on cash dividend of manufacturing companies listed in Indonesia stock exchange. *Proceedings of AICS-Social Sciences*, 7(6), 236–243.
- PATTIRUHU, J. R., & PAAIS, M. (2020). Effect of Liquidity, Profitability, Leverage, and Firm Size on Dividend Policy. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 35–42. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.035>
- Pujiastuti, T. (2008). Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Dan Jasa Yang. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 12(2), 183–197.
- Purnami, K. D. A., & Artini, L. G. S. (2016). PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITY SET, TOTAL ASSET TURN OVER DAN SALES GROWTH TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana* *Jurnal Manajemen Unud*, 5(2), 1309–1337. <https://doi.org/10.1111/j.1541-1338.1989.tb01121.x>
- Puspita, D. A., Murtiningtyas, T., & ... (2021). Moderating Effect of Firm Size on Firm Value With Investment Opportunity Set and Intellectual Capital As Antecedent Variables. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, Dan Akuntansi)*, 5(3), 2694–2707. <http://www.journal.stiemb.ac.id/index.php/mea/article/view/1725>
- Rachmad, A. N., & Muid, D. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage Dan Return On Assets (Roa) Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Nonkeuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia).

Diponegoro Journal of Accounting, 0(0), 133–143.

- Rahayu, Siti, S. A. and N. Y. (2020). PENGARUH BIAYA AGENSI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN. *JABE : Jurnal Akuntansi, Bisnis Dan Ekonomi*, 8(2), 1–15.
- Ramadhania, D., Almira, N. A., Salsabilla, T., & Sagala, T. R. K. (2020). Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Saat Pandemi Covid-19 Pada Pt Pp Properti Tbk. *Jurnal Kompetitif Bisnis*, 1(1), 25–35. <http://jkb.fisip.unila.ac.id/index.php/jkb/article/view/54>
- Rini, A. S. (2018). *Ini Capaian Industri Manufaktur selama 2018*. Ekonomi Bisnis. <https://ekonomi.bisnis.com/read/20181219/257/871342/ini-capaian-industri-manufaktur-selama-2018>
- Samrotun, Y. C. (2015). Kebijakan Dividen dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Paradigma*, 13(01), 92–103.
- Santoso, S. (2019). *Mahir Statistik Parametrik: Konsep Dasar dan Aplikasi dengan SPSS*. PT Elex Media Komputindo.
- Setiawati, L. & Y. (2016). Analisis Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Utang, Collateralizable Assets, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi*, 10(1), 52–83.
- Siaran Pers Kemenperin. (2019). *Kontribusi Manufaktur Masih Tertinggi*. Kemenperin. <https://kemenperin.go.id/artikel/20243/Kontribusi-Manufaktur-Masih-Tertinggi>
- Siaran Pers Kemenperin. (2021). *Sektor Manufaktur Tumbuh Agresif di Tengah Tekanan Pandemi*. Kemenperin. <https://kemenperin.go.id/artikel/22681/Sektor-Manufaktur-Tumbuh-Agresif-di-Tengah-Tekanan-Pandemi->
- Sidharta, C. A., & Nariman, A. (2021). Pengaruh free Cash Flow, Collateralizable Assets , dan Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 3(1), 183–190.
- Suartawan, I. G. N. P. A., & Yasa, G. W. (2017). Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis*, 63. <https://doi.org/10.24843/jiab.2016.v11.i02.p01>
- Sugeng, B. (2019). *Manajemen Keuangan Fundamental*. CV Budi Utama.
- Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. ALFABETA.
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. ALFABETA.
- Suhartono, Daulay, Y., & Setyowati, T. (2021). Pengaruh Free Cash Flow dan

- Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Manajemen*, 13(2), 305–314.
- Supriyono, R. A. (2018). *Akuntansi Keperilakuan*. Gadjah Mada University Press.
- Trisna, I. K. E. R., & Gayatri, G. (2019). Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh Free Cash Flow dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi*, 26, 484. <https://doi.org/10.24843/eja.2019.v26.i01.p18>
- Ulfa, M., Wijaya, A. L., & Ubaidillah, M. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Kebijakan Hutang, Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Moderasi (Studi Kasus Pada Sektor Perusahaan Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI 2015-2018). *Simba*.
- Ulfah, F. U. (2020). *Rapor IHSG 2020 Vs 2019: Turun 5 Persen, Kapitalisasi Pasar Amblas Rp278 Triliun*. <https://market.bisnis.com/read/20201230/7/1337006/rapor-ihsg-2020-vs-2019-turun-5-persen-kapitalisasi-pasar-amblas-rp278-triliun>
- Van Horne, J., & Wachowicz, J. (2007). *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Salemba Empat.
- Vidia, P., & Darmayanti, N. (2016). Pengaruh Penyebaran Kepemilikan, Jaminan Aset, Posisi Kas, Dan Return on Assets Terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 5(10), 255239.
- Wahjudi, E. (2020). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4–17. <https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>
- Waruwu, M. J., & Amin, M. N. (2014). Pengaruh Agency Cost dan Siklus Kehidupan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi Trisakti*, 1(1), 20–40.
- Weygandt, J., Kimmel, P., & Kieso, D. (2017). *Financial Accounting* (10th ed.). WILEY.
- Wijaya, R. A., Yamasitha, & Oklahoma, Z. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Kepemilikan, Collateralizable Assets, Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Kontrol. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Dharma Andalas*, 22(1), 157–171.
- Yunianto, T. K. (2020). *Jadi Tumpuan Ekonomi RI, Sektor Manufaktur 2019 Tumbuh Melambat*. Katadata. <https://katadata.co.id/happyfajrian/finansial/5e9a4c3ba18f4/jadi-tumpuan-ekonomi-ri-sektor-manufaktur-2019-tumbuh-melambat>

LAMPIRAN-LAMPIRAN

Lampiran 1

Data Perhitungan *Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dan Dispersion of Ownership*, Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan pada Tahun 2018-2020

NO	TAHUN	NAMA	FCF	IOS	DISP	DPR	SZ
1	2018	SMGR	0.12	2.09	0.49	0.49	17.74
2	2019		0.09	2.10	0.49	0.40	18.20
3	2020		0.11	2.07	0.49	0.10	18.17
4	2018	ARNA	0.25	2.81	0.49	0.72	28.13
5	2019		0.23	2.72	0.48	0.74	28.22
6	2020		0.26	3.83	0.48	0.74	28.31
7	2018	TOTO	0.13	1.86	0.08	0.48	28.69
8	2019		0.11	1.57	0.08	0.54	28.70
9	2020		0.10	1.28	0.08	0.81	28.76
10	2018	BUDI	0.05	0.35	0.47	0.39	15.04
11	2019		0.11	0.36	0.42	0.45	14.91
12	2020		0.09	0.34	0.42	0.42	14.90
13	2018	EKAD	0.16	0.82	0.22	0.17	27.47
14	2019		0.09	0.88	0.22	0.28	27.60
15	2020		0.22	0.92	0.20	0.32	27.71
16	2018	MDKI	0.04	0.82	0.11	0.65	13.73
17	2019		0.06	0.60	0.10	0.90	13.74
18	2020		0.07	0.32	0.12	0.69	13.79
19	2018	IGAR	0.06	0.77	0.15	0.05	27.07
20	2019		0.17	0.62	0.15	0.11	27.15
21	2020		0.11	0.58	0.15	0.08	27.22
22	2018	CPIN	0.23	6.11	0.44	0.37	17.13
23	2019		0.21	5.10	0.44	0.43	17.19
24	2020		0.21	4.58	0.44	0.37	17.25
25	2018	JPFA	0.16	2.34	0.36	1.11	17.03

26	2019		0.19	1.51	0.48	0.26	17.10
27	2020		0.22	1.50	0.45	0.12	17.07
28	2018	ALDO	0.12	0.83	0.22	0.03	27.51
29	2019		0.16	0.88	0.13	0.03	27.55
30	2020		0.17	1.06	0.12	0.02	27.58
31	2018	ASII	0.12	1.91	0.50	0.33	12.75
32	2019		0.09	1.50	0.50	0.62	12.77
33	2020		0.12	1.25	0.50	0.28	12.73
34	2018	AUTO	0.08	0.63	0.20	0.40	16.58
35	2019		0.10	0.51	0.20	0.39	16.59
36	2020		0.09	0.48	0.20	0.25	16.54
37	2018	INDS	0.09	0.66	0.11	0.58	28.54
38	2019		0.12	0.59	0.11	0.59	28.67
39	2020		0.11	0.51	0.11	0.65	28.67
40	2018	SMSM	0.28	3.75	0.34	0.12	14.85
41	2019		0.22	3.51	0.34	0.16	14.95
42	2020		0.30	3.01	0.34	0.17	15.03
43	2018	TRIS	0.12	0.40	0.24	0.37	27.78
44	2019		0.07	2.47	0.11	0.08	27.77
45	2020		0.10	1.01	0.11	0.20	27.70
46	2018	BELL	0.18	0.99	0.14	0.29	27.09
47	2019		0.01	1.39	0.04	0.21	27.10
48	2020		0.14	4.49	0.09	0.16	27.04
49	2018	SCCO	-0.02	0.61	0.29	0.27	29.06
50	2019		0.04	0.60	0.29	0.28	29.11
51	2020		0.34	0.66	0.25	0.34	28.95
52	2018	CEKA	0.25	0.84	0.07	0.25	27.79
53	2019		0.33	0.88	0.08	0.64	27.96
54	2020		0.11	0.84	0.08	0.28	28.08

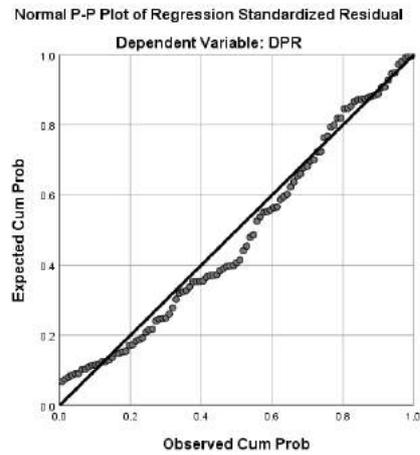
55	2018	DLTA	0.24	3.43	0.18	0.74	21.14
56	2019		0.20	4.49	0.15	1.14	21.08
57	2020		0.21	3.45	0.15	0.98	20.93
58	2018	GOOD	0.28	5.56	0.03	0.31	29.07
59	2019		0.18	4.03	0.05	0.29	29.25
60	2020		0.19	3.24	0.05	0.47	29.51
61	2018	HOKI	0.13	3.08	0.30	0.30	27.36
62	2019		0.25	3.48	0.30	0.29	27.47
63	2020		0.21	3.67	0.32	0.28	27.53
64	2018	INDF	0.14	1.31	0.50	0.52	18.39
65	2019		0.19	1.28	0.50	0.30	18.38
66	2020		0.11	0.76	0.50	0.41	18.91
67	2018	ROTI	0.11	2.55	0.26	0.27	29.11
68	2019		0.19	2.60	0.26	0.47	29.17
69	2020		0.14	2.61	0.26	0.63	29.12
70	2018	SKLT	0.06	3.05	0.05	0.19	27.34
71	2019		0.12	2.92	0.05	0.18	27.40
72	2020		0.14	2.66	0.05	0.21	27.37
73	2018	ULTJ	0.24	3.27	0.29	0.16	15.53
74	2019		0.14	3.43	0.28	0.20	15.70
75	2020		0.18	2.42	0.20	0.12	15.99
76	2018	DVLA	0.04	1.81	0.08	0.74	21.33
77	2019		0.20	1.93	0.08	0.60	21.24
78	2020		0.09	2.04	0.08	0.54	21.41
79	2018	PEHA	-0.04	2.99	0.34	0.70	21.35
80	2019		0.01	1.10	0.34	0.69	21.46
81	2020		0.15	1.92	0.34	0.70	21.37
82	2018	TSPC	0.11	1.15	0.15	0.32	29.69
83	2019		0.15	1.08	0.20	0.33	29.76

84	2020		0.16	0.99	0.18	0.38	29.84
85	2018	KINO	0.12	1.83	0.09	0.35	28.91
86	2019		0.09	1.81	0.10	0.54	29.18
87	2020		0.06	1.51	0.06	0.29	29.29
88	2018	CINT	0.01	0.73	0.28	0.27	26.92
89	2019		0.01	0.78	0.21	0.24	26.98
90	2020		0.02	0.62	0.22	0.28	26.93
91	2018	MARK	0.34	6.35	0.19	0.24	26.49
92	2019		0.26	5.74	0.18	0.32	26.81
93	2020		0.53	7.80	0.19	0.30	27.30
94	2018	HMSP	0.45	12.20	0.08	0.99	17.66
95	2019		0.36	6.85	0.08	1.01	17.75
96	2020		0.25	5.79	0.08	1.02	17.72
97	2018	ICBP	0.27	5.37	0.19	0.72	17.35
98	2019		0.21	4.88	0.19	0.34	17.47
99	2020		0.11	2.22	0.19	0.47	18.46
100	2018	SIDO	0.29	4.34	0.18	1.23	15.02
101	2019		0.24	6.24	0.18	0.96	15.08
102	2020		0.29	7.50	0.18	0.96	15.16
103	2018	FASW	0.25	4.49	0.04	0.67	30.03
104	2019		0.17	4.07	0.00	0.41	30.01
105	2020		0.09	4.04	0.00	0.47	30.07

Lampiran 2

Output SPSS

Uji Normalitas



Uji Normalitas Kolmogorov Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual	
N		105	
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000	
	Std. Deviation	.25607825	
Most Extreme Differences	Absolute	.101	
	Positive	.101	
	Negative	-.065	
Test Statistic		.101	
Asymp. Sig. (2-tailed)		.010 ^c	
Monte Carlo Sig. (2-tailed)	Sig.	.213 ^d	
	99% Confidence Interval	Lower Bound	.203
		Upper Bound	.224

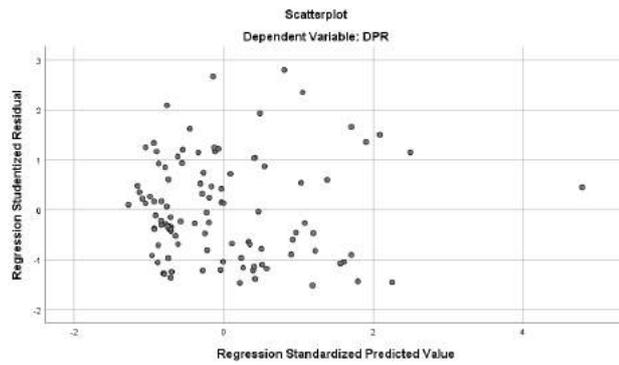
a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

d. Based on 10000 sampled tables with starting seed 2000000.

Uji Heteroskedastisitas



Uji Multikolinieritas

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	.348	.063		5.504	.000		
FCF	-.155	.368	-.055	-.422	.674	.516	1.938
IOS	.050	.017	.377	2.882	.005	.510	1.962
DISP	-.053	.174	-.029	-.307	.759	.980	1.020

a. Dependent Variable: DPR

Uji Autokorelasi

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.432 ^a	.186	.154	.25105	1.233

a. Predictors: (Constant), FCF, DISP, IOS

b. Dependent Variable: DPR

Uji T variabel free cash flow, investment opportunity set, dan dispersion of ownership

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	.347	.054		6.485	.000
	FCF	.525	.310	.167	1.689	.094

a. Dependent Variable: DPR

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	.327	.043		7.615	.000
	IOS	.044	.015	.275	2.862	.005

a. Dependent Variable: DPR

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	.446	.048		9.232	.000
	DISP	-.085	.178	-.048	-.480	.632

a. Dependent Variable: DPR

Uji F

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.927	3	.309	4.575	.005 ^b
	Residual	6.820	101	.068		
	Total	7.747	104			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), DISP, FCF, IOS

Uji Koefisien Determinasi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.432 ^a	.186	.154	.25105

a. Predictors: (Constant), FCF, DISP, IOS

Uji Moderasi *Free Cash Flow*

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.617	.116		5.330	.000
FCF	.532	.266	.188	1.999	.048
SIZE	-.011	.004	-.246	-2.615	.010

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.533	.215		2.480	.015
FCF	1.056	1.164	.373	.907	.367
SIZE	-.008	.009	-.170	-.890	.376
X1_Z	-.023	.049	-.200	-.462	.645

a. Dependent Variable: DPR

Uji Moderasi *Investment Opportunity Set*

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.563	.111		5.090	.000
SIZE	-.010	.004	-.213	-2.317	.022
IOS	.041	.012	.309	3.372	.001

a. Dependent Variable: DPR

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.421	.157		2.679	.009
IOS	.101	.049	.760	2.087	.039
X2_Z	-.003	.002	-.465	-1.278	.204
SIZE	-.003	.007	-.072	-.501	.617

a. Dependent Variable: DPR

Uji Moderasi Dispersion of Ownership

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.946	.143		6.640	.000
SIZE	-.018	.005	-.378	-3.575	.001
DISP	-.458	.195	-.249	-2.353	.021

a. Dependent Variable: DPR

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients Beta		
1	(Constant)	1.550	.209		7.419	.000
	SIZE	-.043	.008	-.929	-5.251	.000
	DISP	-2.880	.669	-1.563	-4.308	.000
	X3_Z	.112	.030	1.206	3.767	.000

a. Dependent Variable: DPR

Lampiran 3

BUKTI KONSULTASI

Nama : Andriastuti Ika Puspitasari
NIM/Jurusan : 18510237
Pembimbing : Puji Endah Purnamasari
Judul Skripsi : Pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* dan *Dispersion of Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen Dimoderasi oleh Ukuran Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2020)

No.	Tanggal	Materi Konsultasi	Tanda Tangan Pembimbing
1.	10 Desember 2021	Pengajuan Outline	
2.	2 Maret 2022	Bimbingan Bab 1	
3.	13 Maret 2022	Bimbingan Bab 2 Dan 3	
4.	16 Maret 2022	Revisi Bab 1 2 3	
5.	22 Maret 2022	Bimbingan Revisi Sebelum Daftar Sempro	
6.	24 Maret 2022	Acc Proposal Skripsi	
7.	23 Mei 2022	Konsultasi Pengolahan Data	
8.	7 Mei 2022	Bimbingan Bab 4	
9.	10 Mei 2022	Bimbingan Bab 4 dan 5	

Malang, 16 Juni 2022

Mengetahui,

Ketua Jurusan Manajemen,



Muhammad Sulhan S.E. M.M
NIP. 19740604 200604 1 002

Lampiran 4



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

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

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

Yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Puji Endah Purnamasari, M.M
NIP : 198710022015032004
Jabatan : **UP2M**

Menerangkan bahwa mahasiswa berikut :

Nama : Andriastuti Ika Puspitasari
NIM : 18510237
Handphone : 085155191166
Konsentrasi : Keuangan
Email : andriastutiika00@gmail.com
Judul Skripsi : Pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, dan *Dispersion of Ownership* Terhadap Kebijakan Dividen Dimoderasi oleh Ukuran Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2020)

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

SIMILARTY INDEX	INTERNET SOURCES	PUBLICATION	STUDENT PAPER
16%	18%	13%	5%

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

Malang, 11 Juli 2022
UP2M

Puji Endah Purnamasari, M.M
19871002201503200

Lampiran 5

BIODATA PENELITIAN

Nama : Andriastuti Ika Puspitasari
Tempat, tanggal lahir : Malang, 12 April 2000
Alamat asal : Jalan Kawit RT. 07 RW. 02 Desa Sanankerto,
Kecamatan Turen, Kabupaten Malang
Telepon/HP : 085155191166
E-mail : andriastutiika00@gmail.com

Pendidikan Formal

2004-2006 : TK Bahrul Ulum Sanankerto
2006-2012 : SDN 1 Sanankerto
2012-2015 : SMPN 1 Turen
2015-2018 : SMAN 1 Kepanjen
2018-2022 : Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi
UIN Maulana Malik Ibrahim Malang

Pendidikan Non-Formal

2018-2019 : Bahasa Arab UIN Maulana Malik Ibrahim
Malang
2019-2020 : Bahasa Inggris UIN Maulana Malik Ibrahim
Malang