

## **PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *OWNERSHIP STRUCTURE*, *GROWTH OPPORTUNITY* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN**

**Ni Putu Oppie Widianari<sup>1</sup>**  
**Made Reina Candradewi<sup>2</sup>**

<sup>1,2</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia

<sup>1</sup>email: [pie.widia@gmail.com](mailto:pie.widia@gmail.com)

### **ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan pengaruh *free cash flow*, *ownership structure* yang dibedakan menjadi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, dan *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan *property and real estate* di Indonesia. Penelitian ini berlokasi pada perusahaan *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel pada penelitian ini menggunakan teknik sensus dengan menggunakan seluruh populasi perusahaan *property and real estate* yang membagikan dividen, sehingga mendapatkan sampel sebanyak 18. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda. Dari analisis yang dilakukan, hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan manajerial yang diproksikan dengan persentase kepemilikan saham manajer memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional yang diproksikan dengan persentase kepemilikan saham institusi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen dan *Growth opportunity* yang diproksikan dengan *asset growth* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

**Kata kunci:** *free cash flow*, *ownership structure*, *growth opportunity*, kebijakan dividen

### **ABSTRACT**

*This study aims to explain the effect of free cash flow, ownership structure which is divided into managerial ownership and institutional ownership, and growth opportunity on dividend policy in property and real estate companies in Indonesia. This research is located in property and real estate companies listed on the Indonesia Stock Exchange. Sampling in this study using census techniques using the entire population of property and real estate companies that distribute dividends, so as to get a sample of 18. The analysis technique used in this study uses multiple linear regression analysis. From the analysis conducted, the results of the study indicate that free cash flow has a significant positive effect on dividend policy. Managerial ownership, which is proxied by the percentage of manager's share ownership, has a significant positive effect on dividend policy. Institutional ownership which is proxied by the percentage of institutional share ownership has a significant positive effect on dividend policy and growth opportunity which is proxied by asset growth has a significant positive effect on dividend policy.*

**Keywords:** *free cash flow*, *ownership structure*, *growth opportunity*, dividend policy

## PENDAHULUAN

Indonesia merupakan negara berkembang yang memiliki potensi pertumbuhan ekonomi di masa depan. Pertumbuhan ekonomi dapat dilihat dari berkembangnya usaha yang berasal dari industri berbeda-beda, baik berskala kecil maupun besar. Tidak hanya melalui pesatnya perkembangan usaha skala kecil maupun besar, pasar modal juga memegang peranan penting dalam pertumbuhan ekonomi di Indonesia. Pasar modal Indonesia saat ini mengalami perkembangan yang cukup pesat. Pasar modal dipandang sebagai salah satu sarana yang efektif untuk menarik dana dari masyarakat yang kemudian akan disalurkan ke sektor-sektor yang produktif (Sari & Suryantini, 2019). Salah satu upaya investor yaitu melakukan kegiatan pasar modal di beberapa sektor perusahaan di Bursa Efek Indonesia melalui pembelian saham yang ditawarkan ataupun yang diperdagangkan. Semakin banyak perusahaan yang berkembang dapat memberikan pengaruh positif terhadap perekonomian di Indonesia.

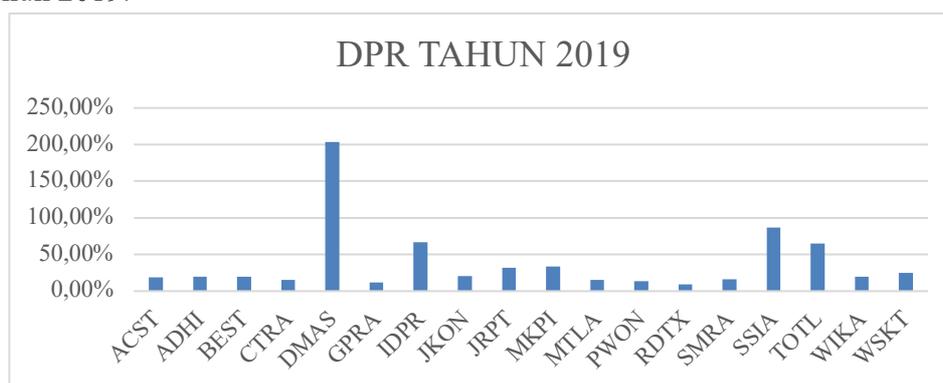
Sampai saat ini, perusahaan-perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia terbagi atas beberapa sektor, salah satunya adalah sektor *Property and Real Estate*. Sektor ini merupakan sektor terpenting pada perekonomian setiap negara, karena dapat dijadikan tolak ukur dalam meneliti kesehatan perekonomian negara. Menurut Santoso (2009), industri *property and real estate* adalah salah satu sektor yang dapat dijadikan sebagai indikator perkembangan perekonomian pada suatu negara. Sektor *property and real estate* merupakan sektor besar yang mampu menyerap tenaga kerja dalam jumlah besar dan memiliki efek berantai kepada sektor-sektor ekonomi lainnya. Dengan melihat peningkatan jumlah perusahaan pada sektor *property and real estate* di Indonesia, menunjukkan bahwa sistem perekonomian negara mengalami perkembangan.

Hantono *et al.* (2019) menyebutkan bahwa Perusahaan industri *property and real estate* memiliki dampak yang baik bagi kemajuan perekonomian di Indonesia. Industri *property and real estate* akan selalu berkembang pesat setiap tahunnya dan mampu menarik minat para investor karena kenaikan harga bangunan dan tanah serta pertumbuhan jumlah penduduk yang terus bertambah setiap tahunnya sehingga memberikan dampak terhadap kebutuhan masyarakat akan tempat yang layak dan nyaman. Seperti dapat dilihat dari semakin banyaknya pembangunan di sektor perumahan, apartemen, pusat pembelanjaan dan gedung perkantoran. Dengan terus bertumbuhnya jumlah penduduk, membuat permintaan akan *property and real estate* cenderung meningkat dan mengundang para investor berinvestasi. Pada tahun 2019, tercatat 91 perusahaan di Bursa Efek Indonesia yang ada pada sektor *property and real estate*. Data yang dilansir dari Bursa Efek Indonesia per desember 2019, total aset perusahaan sektor *property and real estate* mencapai Rp 787,61 triliun, naik 5,71% dari Rp 745,09 triliun pada 2018.

Aktivitas investasi yang dilakukan oleh investor dapat dikategorikan sebagai kegiatan yang memiliki banyak risiko dan jarang dapat diperkirakan bagaimana hasil yang akan diperolehnya. Dalam meminimalisir kemungkinan terjadinya suatu risiko di masa yang akan datang para investor sangat membutuhkan informasi tentang perusahaan tersebut. Informasi yang diperlukan oleh para pemegang saham dapat diperoleh melalui penilaian terhadap perkembangan saham dan laporan keuangan perusahaan (Meidiawati & Mildawati, 2016). Tolak ukur yang dapat

digunakan salah satunya yaitu dengan melihat kebijakan pembayaran dividen yang dimiliki oleh suatu perusahaan.

Keputusan dividen berhubungan dengan penentuan besarnya laba yang dihasilkan perusahaan setiap periode untuk dibagikan berupa dividen atau dijadikan sumber internal pembiayaan bagi perusahaan (Putri & Putra, 2017). Terdapat dua alasan mengenai pentingnya kebijakan dividen dalam perusahaan. Alasan pertama, pembayaran dividen mempunyai pengaruh pada nilai perusahaan. Nilai perusahaan tercermin dari harga saham perusahaan. Selaras dengan *signalling theory*, kebijakan dividen diyakini sebagai sebuah sinyal untuk investor dalam hal menilai perusahaan. Jika nominal dividen tergolong dibayar tinggi, maka berdampak pada harga saham yang tinggi tentunya nilai perusahaan juga tinggi dan begitupun sebaliknya. Alasan kedua yaitu dikarenakan laba ditahan merupakan sumber modal internal terbesar dan penting bagi perusahaan. Pembayaran dividen berakibat pada berkurangnya kas internal perusahaan sehingga kas yang tersedia untuk kepentingan kegiatan operasi dan investasi tentu berkurang. Pembayaran dividen kepada pemegang saham tentu akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Kebijakan dividen dapat dilihat dan diukur dari nilai *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang merupakan bagian dari laba bersih perusahaan yang dibagikan sebagai dividen. Ketentuan pembagian dividen sebenarnya telah diatur pada Undang Undang Perseroan Terbatas (UU PT) Nomor 40 tahun 2007. Menurut Pasal 71 ayat 2 UU PT menyatakan bahwa: —Seluruh laba bersih setelah dikurangi penyisihan untuk cadangan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 70 ayat (1) dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, kecuali ditentukan lain dalam RUPS. Maka, dapat disimpulkan bahwa yang termasuk dividen adalah seluruh laba bersih yang telah dikurangi dengan cadangan. Pada Gambar 1.1 disajikan data DPR (*dividend payout ratio*) perusahaan *property dan real estate* tahun 2019.



**Gambar 1. DPR perusahaan *Property and Real Estate* 2019**

*Sumber:* Data diolah, 2020

Berdasarkan Gambar 1 dapat dilihat data DPR perusahaan *property dan real estate* di tahun 2019. *Dividend payout ratio* yang paling tinggi dimiliki oleh PT Puradelta Lestari Tbk. (DMAS) yaitu sebesar 203.88%. Kemudian disusul oleh PT Surya Semesta Internusa Tbk. (SSIA) sebesar 86.42%, PT Indonesia Pondasi Raya Tbk. (IDPR) sebesar 66.67%, Total Bangun Persada Tbk. (TOTL) sebesar 65.37%, dan Metropolitan Kentjana Tbk. (MKPI) sebesar 33.97%. *Dividend payout ratio*

terendah pada tahun 2019 dimiliki oleh Roda Vivatex Tbk. (RDTX) yaitu sebesar 9,04%.

Berdasarkan *Theory Bird In The Hand* besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham akan menjadi daya tarik bagi pemegang saham karena sebagian investor cenderung lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *Capital Gain* karena dividen bersifat lebih pasti (Widyastuti, 2018). Dalam menentukan kebijakan dividen banyak sekali faktor-faktor yang mempengaruhi yang harus dipertimbangkan. Dari faktor-faktor tersebut akan dilihat mana yang paling dominan yang akan mempengaruhi kebijakan dividen. Dewasiri *et al.* (2019) menyatakan bahwa terdapat 6 faktor yang cenderung diperhatikan oleh perusahaan dalam hal menentukan kebijakan pembayaran dividen seperti *Past dividends, Corporate governance, Earnings, Ownership structure, Firm size, dan Free cash flow*. Le *et al.* (2019) menyatakan 3 faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen di wilayah ASEAN yaitu *Growth opportunity, Free cash flow, dan Leverage*. Diantara faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, terdapat 3 faktor yang memiliki pengaruh signifikan dalam mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen yaitu *Free cash flow, Ownership structure, dan Growth opportunity*.

Faktor pertama yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah *free cash flow*. *Free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi kepada aktiva tetap (Widyastuti, 2018). *Free cash flow* dapat dihitung dengan mengurangi aliran kas operasi dengan pengeluaran modal bersih dan modal kerja bersih dibandingkan dengan total aktiva (Rosdini, 2009). *Free cash flow* (FCF) merupakan salah satu *agency problems* antara pihak manajer dan para pemegang saham (Tijjani & Sani, 2016).

*Free cash flow* yang besar dalam suatu perusahaan belum tentu menunjukkan bahwa perusahaan tersebut akan membagikan dividen dengan jumlah yang lebih besar dibandingkan dengan ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang kecil (Rosdini, 2009). Pemegang saham mengharapkan dividen kas dalam jumlah yang relatif besar karena ingin menikmati hasil investasi pada saham perusahaan (Suharli, 2007). Di lain pihak, manajer seringkali menggunakan *free cash flow* yang merupakan *excess cash* untuk berinvestasi pada proyek yang kurang menguntungkan sekalipun tanpa sepengetahuan pemegang saham, dan mendistribusikan laba ditahan untuk keuntungan pribadinya (Kadioglu & Yilmaz, 2017). *The Jensen free cash-flow hypothesis* (1986) menyarankan jika suatu perusahaan memiliki *excess cash*, kelebihan kas tersebut lebih baik digunakan untuk membayar dividen dalam rangka mengurangi *managerial discretionary funds* dan menghindari *agency costs* dari *free cash flow*.

Penelitian yang dilakukan oleh Dewasiri *et al.* (2019) menyimpulkan arus kas bebas (*free cash flow*) berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan yang terdaftar di *Colombo Stock Exchange*. Menurut (Dwiyanti & Rahadian, 2017) bahwa secara simultan *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan teknologi, media, dan telekomunikasi dengan kepemilikan pemerintah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2006 sampai 2015. Ditemukan inkonsistensi hasil penelitian yang diperoleh oleh Yeo (2018) dan Jabbouri (2016) yang menemukan hasil adanya

pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dengan arah negatif.

Faktor kedua yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah *Ownership structure*. Pemilik perusahaan dan manajer seringkali mempunyai tujuan yang berbeda sehingga menimbulkan konflik yang disebut dengan konflik kepentingan. *Agency theory* menyebutkan bahwa konflik yang terjadi antara manajer dan pemilik akan sangat mempengaruhi kinerja perusahaan oleh karena itu penyatuan kepentingan antara pemilik dan manajer sangat penting dilakukan. Konflik kepentingan antara pemilik dan manajer dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan yakni kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Kebijakan dividen tidak hanya akan membantu mengurangi biaya agensi tetapi juga akan bertindak sebagai sinyal untuk memberikan informasi kepada pemegang saham mengenai valuasi perusahaan. Terdapat tipe pemegang saham yang berbeda, namun pemegang saham institusional dan pemegang saham manajerial memiliki kontrol yang lebih besar atas kebijakan perusahaan dibandingkan dengan jenis lainnya (Widyastuti, 2018). Dalam perusahaan *property and real estate* di Indonesia, kepemilikan manajerial dan institusional memiliki persentase yang cukup besar dan mendominasi dibandingkan jenis kepemilikan lainnya. Dilansir dari situs Bursa Efek Indonesia, PT Indonesia Pondasi Raya Tbk. (IDPR) pada tahun 2017 memiliki persentase kepemilikan manajerial sebesar 83,85% kemudian pada tahun 2018 meningkat ke 84,68%. Pada tahun 2019, persentase kepemilikan manajerial semakin meningkat ke 84,93%. Sementara untuk kepemilikan institusional, dilansir dari situs Bursa Efek Indonesia, persentasenya terlihat mendominasi di seluruh perusahaan yang terdaftar di sektor *property and real estate*. Pada PT Puradelta Lestari Tbk. (DMAS), persentase kepemilikan institusional tahun 2017, 2018, dan 2019 terlihat stagnan di 82,28%. Dari beberapa contoh yang telah disebutkan, jumlah dividen yang dibagikan setiap tahunnya pun bervariasi.

Kepemilikan manajerial merupakan jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan. Dengan keterlibatan kepemilikan saham, manajer akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas keputusan yang diambilnya (Yudiana & Yadyana, 2016). Selain itu, dengan adanya keterlibatan kepemilikan saham, manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer cenderung mengalokasikan laba untuk ditahan dibandingkan membayar dividen dengan alasan sumber dana internal lebih efisien dibandingkan sumber dana eksternal dalam pertumbuhan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Moin *et al.* (2019) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kecenderungan membayar dividen. Ditemukan inkonsistensi hasil penelitian yang diperoleh dari penelitian (Sari & Budiasih, 2016) yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen.

Kepemilikan institusional merupakan total persentase bank, perusahaan asuransi, perusahaan yang berinvestasi, dana pensiun, dan lembaga keuangan besar lain terhadap total modal saham sebuah perusahaan (Ullah *et al.*, 2012). Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku

(*opportunistic*) manajer. Perilaku *opportunistic* yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya. Mengacu pada teori keagenan Jensen & Meckling (1976), dimana kepemilikan institusional dapat membantu mengendalikan masalah keagenan melalui pengawasan oleh institusi atau perusahaan lain terhadap pihak manajemen. Institusi di sini akan berperan sebagai pengontrol eksternal akan bertindak profesional dalam memonitor dan mengevaluasi kinerja perusahaan. Investor institusional dengan kontrol signifikan terhadap perusahaan memerlukan dividen tinggi untuk mengurangi masalah keagenan ketika manajer menggunakan *free cash flow* perusahaan untuk keuntungan mereka sendiri atau menggunakan uang tunai untuk diinvestasikan dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan, sejalan dengan Jensen (1986) *free cash flow hypothesis*. Dengan kata lain, investor institusional memerlukan dividen yang lebih tinggi untuk mengurangi biaya agensi dari *free cash flow*.

Penelitian oleh Cheng *et al.* (2018), Sindhu *et al.* (2016), Jabeen dan Ahmad (2019) menemukan bahwa semakin stabil kepemilikan institusional, maka jumlah dividen yang dibagikan akan semakin besar pula. Ditemukan inkonsistensi hasil penelitian yang diperoleh dari penelitian Sari & Budiasih (2016), Al-Najjar & Kilincarslan (2016), Rajput & Jhunjhunwala (2019), dan Moin *et al.* (2019) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional menunjukkan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Faktor ketiga yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah *Growth opportunity*. *Growth opportunity* merupakan harapan dari semua pihak, baik internal ataupun eksternal yang diharapkan mampu memberikan sinyal positif karena terdapat kesempatan berinvestasi. Bagi investor, prospek perusahaan yang mempunyai peluang pertumbuhan yang tinggi akan memberikan keuntungan karena diharapkan investasi yang mereka tanamkan akan memberikan *return* yang tinggi di masa yang akan datang. Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan yang semakin cepat, maka akan semakin besar kebutuhan dana di waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya. Perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran dividen yang rendah untuk memperkuat pembiayaan internal dan peluang investasi baru. Penelitian yang dilakukan oleh Sindhu *et al.* (2016) menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan antara *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen. Hal itu berarti dengan adanya peningkatan nilai perusahaan dan peluang pertumbuhan di masa depan, maka, pendistribusian dividen kepada pemegang saham akan berubah. Ditemukan inkonsistensi penelitian yang dilakukan oleh Raphael & Mnyavanu (2018) pada bank komersial di Tanzania yang menyatakan bahwa *growth opportunity* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Semakin berkembangnya perusahaan sektor *property and real estate* yang dikatakan sebagai indikator perkembangan perekonomian suatu negara, dan adanya inkonsistensi hasil dari penelitian-penelitian terdahulu yang menyebabkan *research gap* hubungan antara variabel *free cash flow*, *ownership structure* yang terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, serta *growth opportunity* dan kebijakan dividen menarik minat untuk meneliti pengaruh antar variabel tersebut pada perusahaan *property and real estate* yang terdaftar di BEI.

*Free cash flow* merupakan gambaran perusahaan dari arus kas yang tersedia

untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi, setelah dikurangi dengan biaya operasional dan pengeluaran lainnya. Pembayaran dividen khususnya dividen tunai sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia (Utama & Gayatri, 2018). Semakin bertambah besarnya *free cash flow* yang ada dalam sebuah perusahaan, disinyalir perusahaan tersebut memiliki sejumlah kas yang tersedia untuk dibayarkan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham.

Peningkatan *free cash flow* akan memberikan sinyal pada peningkatan dividen yang akan dibagikan pada para pemegang saham (Kafata & Hartono, 2018). Perusahaan yang memiliki *free cash flow* memiliki kemungkinan besar untuk membagikan dividen. Pada saat suatu perusahaan memiliki aliran *free cash flow*, perusahaan dianggap mempunyai fleksibilitas keuangan yang memuaskan (Prastya & Jalil, 2020). Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *free cash flow* mempunyai kemungkinan besar membagikan dividen, hal ini bertujuan untuk mengurangi masalah keagenan yang mungkin terjadi karena penggunaan *free cash flow*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Sari & Budiasih (2016), Silaban & Pengestuti (2017) serta Mangundap *et al.* (2018) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian oleh Rochmah & Ardianto (2020) yang menguji pengaruh *dividend premium* dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen pada 186 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) menemukan bahwa *free cash flow* secara positif signifikan mempengaruhi kebijakan dividen. Hasil yang serupa ditemukan dalam penelitian oleh Dewasiri *et al.* (2019), Alias *et al.* (2016), Le *et al.* (2019), Suhartono (2015), Paramita (2015), Suartawan & Yasa (2016), Anazonwu *et al.* (2018), Bahri (2017) yang menyatakan bahwa peningkatan *free cash flow* suatu perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap jumlah dividen yang dibayarkan.

Berdasarkan kajian teoritis dan empiris, maka dapat dirumuskan hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

$H_1$  : *Free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kepemilikan manajerial ini diukur dengan proporsi saham yang dimiliki pihak manajemen perusahaan pada akhir tahun yang dinyatakan dalam persentase (Widyastuti, 2018). Dengan adanya kepemilikan manajerial pada suatu perusahaan berarti manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham. Hal tersebut diharapkan akan menghasilkan kinerja yang baik bagi perusahaan. Apabila manajer telah bertindak dengan hati-hati dan maksimal maka akan menghasilkan laba yang maksimal juga terhadap perusahaan. Jika laba perusahaan besar maka dividen yang dibagikan juga cenderung besar. Hal ini disebabkan karena semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri. Sehingga semakin besar kepemilikan manajerial suatu perusahaan maka perusahaan tersebut akan cenderung membagikan dividen yang besar.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Moin *et al.* (2019) didapatkan hasil bahwa semakin besar persentase saham yang dimiliki pihak manajer, maka dividen yang dibagikan juga akan semakin besar. Hasil serupa juga ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Jayanti & Puspitasari (2017), Mardani *et al.*

(2018), Sumartha (2016), Pebrianti (2018), Balamuralikrishnan & Gnanasekar (2019), Badejo & Hamza (2019) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan kajian teoritis dan empiris, maka dapat dirumuskan hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H<sub>2</sub>: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh pihak institusi atau lembaga lain (Febrianti & Zulvia, 2020). Berdasarkan *bird in the hand theory* (Gordon, 1959), investor lebih menyukai burung di tangan atau kepastian (*bird in the hand*) dalam bentuk dividen tunai daripada dijanjikan keuntungan yang belum pasti (*bird in the bush*). Selain itu, banyaknya kepemilikan insitusional di suatu perusahaan akan membantu melakukan pengawasan dan *monitoring* dalam menekan tindakan *opportunistic* manajer. Tindakan *opportunistic* manajer sering dilakukan oleh manajer untuk memanfaatkan segala kesempatan dalam mencapai tujuan pribadi (Wedhana & Wiksuana, 2015).

Pound dalam Ullah *et al.* (2012) menyatakan bahwa institusi mampu memaksa manajer oportunistik untuk mendistribusikan *free cash flow* sebagai dividen jika manajemen tidak memiliki proyek yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Pada umumnya, investor perusahaan (institusi) dan asing lebih mampu untuk mengendalikan manajemen karena memiliki pengetahuan dan sumber daya yang cukup di bidang bisnis dan keuangan (Lee, 2008) Maka, semakin besar jumlah kepemilikan institusional, semakin besar dividen yang akan dibagikan.

Keterkaitan antara kebijakan dividen dan kepemilikan institusional dilandasi hubungan positif. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Cheng *et al.* (2018) didapatkan hasil bahwa semakin stabil kepemilikan institusional, maka jumlah dividen yang dibagikan akan semakin besar pula. Hasil serupa juga ditemukan oleh Sindhu *et al.* (2016) yang meneliti pengaruh *ownership structure* pada pembayaran dividen pada 100 perusahaan non-keuangan dimana apabila terdapat kepemilikan institusional pada perusahaan tersebut, maka dividen yang akan dibagikan pada pemegang saham juga semakin besar. Penelitian yang dilakukan oleh Jabeen & Ahmad (2019), (Widyastuti, 2018), Aliyu *et al.* (2016), Jacob & Jijo Lukose (2018), Jory *et al.* (2017), Sumail (2018), Sumartha (2016), Miko & Kamardin (2015) juga menemukan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham oleh investor institusional, maka pembayaran dividen akan semakin meningkat.

Berdasarkan kajian teoritis dan empiris, maka dapat dirumuskan hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H<sub>3</sub>: Kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan pada kebijakan dividen.

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan yang semakin cepat, maka akan semakin besar kebutuhan dana di waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya. Perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran dividen yang rendah untuk memperkuat pembiayaan internal dan peluang investasi baru (Chabachib, 2016). Perusahaan

lebih senang untuk menahan labanya daripada membayarkannya sebagai dividen kepada para pemegang saham. Pernyataan ini sesuai dengan *pecking order theory* dimana perusahaan dapat memilih menahan labanya atau membagikan dividen.

Le *et al.* (2019) dalam penelitiannya yang menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen pada pasar modal di negara ASEAN (Malaysia, Indonesia, Thailand) periode 2012-2016 menemukan bahwa *growth opportunity* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen pada ketiga negara tersebut. Temuan ini menunjukkan bahwa perilaku investasi pembiayaan perusahaan-perusahaan di negara-negara berkembang sama dengan negara-negara maju dimana semakin *mature* suatu perusahaan baik dari ukuran atau pertumbuhannya, maka laba perusahaan akan cenderung ditahan daripada dibagikan dalam bentuk dividen. Hasil serupa juga ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Dewasiri *et al.* (2019), Yusof & Ismail (2016), Jaara *et al.*, (2018), Jabbouri (2016), Al-Kayed (2017) yang dalam penelitiannya menemukan hasil bahwa *growth opportunity* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan kajian teoritis dan empiris, maka dapat dirumuskan hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

H<sub>4</sub>: *Growth Opportunity* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan industri *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan cara pengambilan data pada laporan keuangan tahunan perusahaan pada situs resmi Bursa Efek Indonesia (BEI) di [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Situs tersebut menyediakan ringkasan kinerja, laporan keuangan, dan laporan tahunan perusahaan yang memuat informasi mengenai nilai perusahaan. Penelitian ini dibatasi pada pembahasan mengenai pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri *property and real estate* yang terdaftar di BEI periode 2015-2019. Obyek yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai dividen yang dibagikan pada perusahaan industri *property and real estate* yang terdaftar di BEI, yang membagikan dividen pada periode penelitian 2015-2019.

Kebijakan dividen dapat diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* dengan membandingkan dividen kas per lembar saham terhadap laba yang diperoleh per lembar saham. Satuan yang digunakan dalam menyatakan Kebijakan dividen adalah persentase. Komponen kebijakan dividen dengan *Dividend Payout Ratio* ini dapat dihitung menggunakan data laporan keuangan perusahaan industri *property and real estate* yang terdaftar di BEI pada periode penelitian 2015-2019. Menurut (Jogiyanto, 2017) kebijakan dividen dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}} \times 100\% \dots\dots\dots (1)$$

*Free cash flow* atau arus kas bebas dimiliki oleh perusahaan untuk melakukan tambahan investasi, melunasi hutang, membeli saham treasury, atau

penambahan atas likuiditas perusahaan. *Free cash flow* merupakan jumlah uang tunai yang tersedia dari operasi setelah investasi pada modal kerja operasional bersih. Satuan yang digunakan dalam menyatakan *Free cash flow* adalah persentase. Komponen *free cash flow* dapat dihitung menggunakan data laporan keuangan perusahaan industri *property and real estate* yang terdaftar di BEI pada periode penelitian 2015-2019. Menurut Rosdini (2009), *free cash flow* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$FCF = \text{Cash flow from operation} - (\text{net capital expenditure} + \text{change working capital})$$

$$FCF \text{ Persentase} = \frac{FCF}{\text{Total Aktiva}} \times 100\% \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan :

*Cash flow from operation* = nilai bersih kenaikan (penurunan) arus kas dari aktivitas operasi perusahaan

*Net capital expenditure* = nilai perolehan aktiva tetap akhir – nilai perolehan aktiva tetap awal

*Changes in working capital* = modal kerja akhir tahun – modal kerja awal tahun

Kepemilikan Manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola. Indikator yang digunakan untuk mengukur Kepemilikan Manajerial adalah persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Satuan yang digunakan dalam menyatakan Kepemilikan manajerial adalah persentase. Persentase kepemilikan manajerial dapat dihitung menggunakan data laporan keuangan perusahaan industri *property and real estate* yang terdaftar di BEI pada periode penelitian 2015-2019. Sesuai penelitian Anggraeni & Mindarti (2009), variabel kepemilikan manajerial diukur dengan rumus :

$$MJRL = \frac{\text{Jumlah saham direksi, komisaris, dan manajer}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\% \dots \dots \dots (3)$$

Kepemilikan Institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga. Indikator yang digunakan untuk mengukur Kepemilikan Institusional adalah persentase jumlah saham, yang dimiliki pihak institusional dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Satuan yang digunakan dalam menyatakan Kepemilikan institusional adalah persentase. Persentase kepemilikan institusional dapat dihitung menggunakan data laporan keuangan perusahaan industri *property and real estate* yang terdaftar di BEI pada periode penelitian 2015-2019. Sesuai penelitian Nuringasih (2005), variabel kepemilikan institusional diukur dengan rumus :

$$INST = \frac{\text{Saham yang dimiliki institusional}}{\text{Total saham perusahaan}} \times 100\% \dots \dots \dots (4)$$

Tingkat pertumbuhan (*growth opportunity*) adalah kesempatan yang dimiliki perusahaan untuk dapat berkembang dan mencakup kesempatan untuk melakukan investasi di masa mendatang. Satuan yang digunakan dalam menyatakan *Growth opportunity* adalah persentase. Komponen *growth opportunity* dapat dihitung menggunakan data laporan keuangan perusahaan industri *property and real estate* yang terdaftar di BEI pada periode penelitian 2015-2019. Pada penelitian ini, tingkat pertumbuhan (*growth opportunity*) akan

diukur dengan model yang digunakan oleh Nurmasari (2015) yaitu :

$$\text{GROWTH} = \frac{\text{Total Aset } t - \text{Total Aset } t-1}{\text{Total Aset } t-1} \times 100\% \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan :

- Total Aset<sub>t</sub> : Total aset tahun sekarang
- Total Aset<sub>t-1</sub> : Total aset tahun sebelumnya

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan industri *property and real estate* yang terdaftar di BEI, membagikan dividen pada periode 2015-2019 yaitu sebanyak 18 perusahaan. Pada penelitian ini menggunakan teknik *pooling data* (sensus) yaitu meneliti seluruh elemen populasi. Dengan demikian, penelitian ini meneliti seluruh populasi perusahaan industri *property and real estate* yang terdaftar di BEI yang membagikan dividen pada periode 2015-2019.

Pengumpulan data dalam penelitian ini dilakukan dengan cara *non participant observation* yaitu dengan mengambil data dalam laporan perusahaan terkait unsur-unsur rasio yang digunakan dalam variabel penelitian, pada laporan keuangan dan laporan tahunan masing-masing perusahaan industri *property and real estate* yang terdaftar di BEI pada tahun penelitian 2015-2019.

Pengujian terhadap hipotesis yang diajukan dilakukan dengan metode regresi linear berganda. Dalam penelitian ini akan digunakan alat bantu berupa *software* statistik yakni SPSS 24.0. Analisis regresi linear berganda digunakan untuk menguji pengaruh dengan menggunakan variabel dependen (terikat) dan variabel independen (bebas). Adapun persamaan regresi berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e \dots \dots \dots (6)$$

Keterangan:

- Y = DPR
- α = Konstanta
- X<sub>1</sub> = FCF
- X<sub>2</sub> = MJRL
- X<sub>3</sub> = INST
- X<sub>4</sub> = GROWTH

Uji hipotesis yang digunakan antara lain; uji kelayakan model (F-test), uji parsial (t-test), dan uji koefisien determinasi (R<sup>2</sup>).

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

Analisis linear berganda digunakan untuk mengetahui arah dan besarnya pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan *property and real estate* di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019.

Berdasarkan Tabel 1. diperoleh persamaan regresi linear berganda sebagai berikut.

$$\hat{Y} = 10,916 + 1,398X_1 + 0,423X_2 + 0,236X_3 + 0,253X_4$$

Keterangan:

- Ŷ: DPR
- X<sub>1</sub> : FCF

X<sub>2</sub> : MJRL  
 X<sub>3</sub> : INST  
 X<sub>4</sub> : GROWTH

**Tabel 1.**  
**Hasil Analisis Regresi Linear Berganda**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	10.916	9.468		1.153	.252
	Free cash flow	1.398	.302	.508	4.631	.000
	Kepemilikan manajerial	.423	.165	.277	2.570	.012
	Kepemilikan Institusional	.236	.115	.244	2.053	.043
	Growth Opportunity	.253	.127	.232	1.986	.050

a. Dependent Variable: Kebijakan dividen

Sumber: Data diolah, 2020

Persamaan regresi linear berganda tersebut menunjukkan arah masing-masing variabel bebas (DPR, FCF, MJRL, INST, GROWTH), dimana koefisien regresi variabel bebas yang bertanda negatif berarti variabel tersebut memiliki pengaruh yang berlawanan arah terhadap kebijakan dividen, sedangkan koefisien regresi variabel yang bertanda positif berarti variabel tersebut memiliki pengaruh yang searah terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hal tersebut, dapat diketahui bahwa semua variabel bebas yaitu *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan *growth opportunity* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Persamaan regresi tersebut dapat diuraikan sebagai berikut.

$\alpha = 10,916$  memiliki arti bahwa jika nilai variabel *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *growth opportunity* sama dengan nol, maka nilai kebijakan dividen (DPR) perusahaan sebesar 10,916 persen.

$b_1 = 1,398$  memiliki arti bahwa setiap peningkatan 1 persen *free cash flow*, maka kebijakan dividen akan mengalami peningkatan sebesar 1,398 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan.

$b_2 = 0,423$  memiliki arti bahwa setiap peningkatan 1 persen kepemilikan manajerial, maka kebijakan dividen akan mengalami peningkatan sebesar 0,423 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan.

$b_3 = 0,236$  memiliki arti bahwa setiap peningkatan 1 persen kepemilikan institusional, maka kebijakan dividen akan mengalami peningkatan sebesar 0,236 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan.

$b_4 = 0,253$  memiliki arti bahwa setiap peningkatan 1 persen *growth opportunity*, maka kebijakan dividen akan mengalami peningkatan sebesar 0,253 persen dengan asumsi variabel lainnya konstan.

Analisis statistik deskriptif memberikan informasi mengenai nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan nilai standar deviasi dari masing-masing variabel yang diteliti yang dalam hal ini yaitu kebijakan dividen (DPR), *free cash flow* (FCF), kepemilikan manajerial (MJRL), kepemilikan institusional (INST), dan *growth opportunity* (GROWTH). Hasil analisis statistik deskriptif dalam penelitian

ini dapat dilihat pada Tabel 2.

**Tabel 2.**  
**Hasil Analisis Statistik Deskriptif**

		Kebijakan dividen	Free cash flow	Kepemilikan manajerial	Kepemilikan Institusional	Growth Opportunity
N	Valid	90	90	90	90	90
	Missing	0	0	0	0	0
Mean		28.4947	-3.2385	4.9784	66.2529	17.3551
Std. Error of Mean		2.79941	1.01699	1.82964	2.89448	2.56330
Median		20.1795	-2.6006	.3038	76.6314	11.2988
Mode		29.35	-3.52	.00	64.99	16.84
Std. Deviation		26.55756	9.64799	17.35744	27.45947	24.31760
Variance		705.304	93.084	301.281	754.023	591.345
Range		198.27	66.50	84.93	99.47	158.01
Minimum		5.61	-36.97	.00	.00	-16.35
Maximum		203.88	29.53	84.93	99.47	141.66
Sum		2564.52	-291.47	448.05	5962.76	1561.96

Sumber: Data diolah, 2020

Pada Tabel 2. dapat dilihat jumlah pengamatan (N) dalam penelitian ini sebanyak 90. Angka pada kolom minimum menunjukkan nilai terendah dari data variabel penelitian, angka pada kolom maksimum menunjukkan nilai tertinggi dari data variabel penelitian. Angka pada kolom *mean* menunjukkan rata-rata dari masing-masing variabel dan kolom standar deviasi menunjukkan simpangan baku.

Variabel kebijakan dividen (DPR) memiliki rentang nilai 5,61 sampai dengan 203,88. Nilai terendah dimiliki oleh Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk. pada tahun 2016 yaitu sebesar 5,61. Nilai tertinggi dimiliki oleh PT Puradelta Lestari Tbk. pada tahun 2019 dengan nilai sebesar 203,88. Nilai rata-rata dari DPR seluruh perusahaan yaitu sebesar 28,4947.

Variabel *free cash flow* (FCF) memiliki rentang nilai -36,97 sampai dengan 29,53. Nilai terendah dimiliki oleh PT Indonesia Pondasi Raya Tbk. pada tahun 2015 yaitu sebesar -36,97. Nilai tertinggi dimiliki oleh PT Puradelta Lestari Tbk. pada tahun 2019 dengan nilai sebesar 29,53. Nilai rata-rata dari FCF seluruh perusahaan yaitu sebesar -3,2385.

Variabel kepemilikan manajerial (MJRL) memiliki rentang nilai 0,00 sampai dengan 84,93. Nilai terendah dimiliki oleh PT Surya Semesta Internusa Tbk. (SSIA) pada tahun 2018 yaitu sebesar 0,00. Nilai tertinggi dimiliki oleh PT Indonesia Pondasi Raya Tbk. pada tahun 2019 dengan nilai sebesar 84,93. Nilai rata-rata dari kepemilikan manajerial seluruh perusahaan yaitu sebesar 4,9784.

Variabel kepemilikan institusional (INST) memiliki rentang nilai -0,00 sampai dengan 99,47. Nilai terendah dimiliki oleh PT Indonesia Pondasi Raya Tbk. pada tahun 2015 yaitu sebesar 0,00. Nilai tertinggi dimiliki oleh Pakuwon Jati Tbk. pada tahun 2017 dengan nilai sebesar 99,47. Nilai rata-rata dari kepemilikan institusional seluruh perusahaan yaitu sebesar 66,2529.

Variabel *growth opportunity* (GROWTH) memiliki rentang nilai -16,35 sampai dengan 141,66. Nilai terendah dimiliki oleh PT Surya Semesta Internusa Tbk. pada tahun 2018 yaitu sebesar -16,35. Nilai tertinggi dimiliki oleh PT Waskita

Karya (Persero) Tbk. pada tahun 2015 dengan nilai sebesar 141,66. Nilai rata-rata dari GROWTH seluruh perusahaan yaitu sebesar 17,3551.

Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel bebas yaitu *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *growth opportunity* layak dan mampu memprediksi fenomena kebijakan dividen. Apabila hasil uji F menyatakan signifikansi F value < 0,05 maka hubungan antara variabel bebas adalah signifikan terhadap kebijakan dividen dan model regresi yang digunakan dianggap layak uji.

**Tabel 3.**  
**Uji kelayakan model (Uji F)**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	16417.718	4	4104.430	7.526	.000 <sup>b</sup>
Residual	46354.335	85	545.345		
Total	62772.053	89			

Sumber: Data diolah, 2020

Berdasarkan Tabel 3. dapat diketahui bahwa nilai F hitung sebesar 7,526 dengan signifikansi F yaitu 0,000 yang lebih kecil dari  $\alpha = 0,05$ , sehingga model yang digunakan pada penelitian ini dinyatakan fit atau layak. Hasil ini memberikan makna bahwa variabel independen mampu memprediksi atau menjelaskan fenomena kebijakan dividen pada perusahaan *property and real estate* di Indonesia.

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Sugiyono, 2014:24). Nilai koefisien determinasi adalah antara nol sampai 1 ( $0 < R^2 < 1$ ). Nilai  $R^2$  yang kecil mengindikasikan kemampuan variabel-variabel independent dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas, sedangkan nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independent memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

**Tabel 4.**  
**Uji koefisien determinasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.511 <sup>a</sup>	.262	.227	23.35263

a. Predictors: (Constant), Growth Opportunity, Kepemilikan manajerial, Free cash flow, Kepemilikan Institusional

Sumber: Data diolah, 2020

Berdasarkan Tabel 4. dapat diketahui bahwa koefisien determinasi ( $R^2$ ) yang diperoleh sebesar 0,262. Hal ini berarti 26,2 persen variasi variabel kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel *free cash flow* ( $X_1$ ), kepemilikan manajerial ( $X_2$ ), kepemilikan institusional ( $X_3$ ), dan *growth opportunity* ( $X_4$ ), sedangkan sisanya sebesar 73,8 persen dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk ke dalam model penelitian ini.

Berdasarkan Tabel 1. hasil analisis pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen diperoleh nilai t hitung sebesar 4,631 dengan signifikansi sebesar 0,000. Nilai t hitung yang diperoleh lebih besar dari nilai t tabel

(4,631 > 1,98). Nilai Sig. t sebesar  $0,000 \leq 0,05$  mengindikasikan bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima. Nilai koefisien beta sebesar 1,398 menunjukkan semakin tinggi *free cash flow* akan meningkatkan pembayaran dividen. Hasil ini mempunyai arti bahwa variabel *free cash flow* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil analisis yang positif signifikan menunjukkan bahwa semakin besar jumlah arus kas bersih (*free cash flow*) yang dimiliki oleh perusahaan, maka akan berpengaruh pada semakin besarnya jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Sebaliknya, apabila perusahaan tersebut memiliki arus kas bebas dalam jumlah yang kecil, maka jumlah dividen yang akan dibayarkan juga akan rendah. Ketika suatu perusahaan memiliki aliran *free cash flow*, perusahaan tersebut dianggap mempunyai fleksibilitas keuangan yang memuaskan. Dalam hal ini, perusahaan dengan jumlah *free cash flow* yang besar memilih untuk membagikan dividen daripada menahannya sebagai laba ditahan dengan tujuan meningkatkan kepercayaan pemegang saham terhadap perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan teori *residual dividend policy* yang menyatakan bahwa perusahaan membayar dividen pada saat perusahaan memiliki kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan, yang artinya apabila *free cash flow* perusahaan itu besar maka dividen yang dibayarkan juga akan besar.

*The Jensen free cash-flow hypothesis* (1986) juga menyatakan jika suatu perusahaan memiliki *excess cash*, kelebihan kas tersebut lebih baik digunakan untuk membayar dividen dalam rangka mengurangi *managerial discretionary funds* dan menghindari *agency costs* dari *free cash flow*. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *free cash flow* akan membagikan dividen, yang bertujuan untuk mengurangi masalah keagenan yang mungkin terjadi karena penggunaan *free cash flow*. Dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Pernyataan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari & Budiasih (2016), Silaban & Pengestuti (2017), Mangundap *et al.* (2018), Rochmah & Ardianto (2020), Dewasiri *et al.* (2019), Alias *et al.* (2016), Le *et al.* (2019), Suhartono (2015), Paramita (2015), Suartawan & Yasa (2016), Anazonwu *et al.* (2018), Bahri (2017).

Berdasarkan Tabel 1. hasil analisis pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen diperoleh nilai t hitung sebesar 2,570 dengan signifikansi sebesar 0,012. Nilai t hitung yang diperoleh lebih besar dari nilai t tabel (2,570 > 1,98). Nilai Sig. t sebesar  $0,012 \leq 0,05$  mengindikasikan bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_2$  diterima. Nilai koefisien beta sebesar 0,423 menunjukkan semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial akan meningkatkan pembayaran dividen. Hasil ini mempunyai arti bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan hasil analisis yang menyatakan pengaruh positif signifikan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa semakin besar persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Sebaliknya, jika persentase kepemilikan saham pihak manajemen rendah, hal tersebut akan berimbas pada rendahnya pembayaran dividen kepada pemegang

saham. Ketika pihak manajemen diberikan kesempatan untuk memiliki sejumlah persentase saham di perusahaan, di luar tanggung jawab mereka dalam mengelola perusahaan, akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Sebagai pemegang saham, manajer akan cenderung untuk meningkatkan performa dari perusahaan. Hal tersebut tidak lain dilatarbelakangi oleh peran manajer sebagai pemegang saham, dimana mereka juga akan ikut menanggung segala konsekuensi yang menguntungkan maupun merugikan dari perusahaan.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Febrianti & Zulvia (2020) yang menyebutkan bahwa terdapatnya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan akan membuat manajer berhati-hati dalam melakukan pengambilan keputusan. Ketika manajer memiliki saham dalam perusahaan, maka ia cenderung akan mengarah pada keputusan pembayaran dividen yang lebih besar sebagai pengembalian atas investasinya. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Pernyataan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Moin *et al.* (2019), Jayanti & Puspitasari (2017), Mardani *et al.* (2018), Sumartha (2016), Pebrianti (2018), Balamuralikrishnan & Gnanasekar (2019), Badejo & Hamza (2019).

Berdasarkan Tabel 1 hasil analisis pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen diperoleh nilai  $t$  hitung sebesar 2,053 dengan signifikansi sebesar 0,043. Nilai  $t$  hitung yang diperoleh lebih besar dari nilai  $t$  tabel ( $2,053 > 1,98$ ). Nilai Sig.  $t$  sebesar  $0,043 \leq 0,05$  mengindikasikan bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_3$  diterima. Nilai koefisien beta sebesar 0,236 menunjukkan semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional akan meningkatkan pembayaran dividen. Hasil ini mempunyai arti bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil analisis yang positif signifikan menunjukkan bahwa semakin besar persentase kepemilikan saham oleh pihak institusi akan berakibat pada besarnya jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, begitupun sebaliknya. Pemegang saham dari pihak institusi yang meliputi institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi memiliki peranan yang signifikan dalam pengambilan keputusan pada suatu perusahaan. Hal tersebut diakibatkan oleh mayoritas saham yang mereka miliki di perusahaan tersebut. Sebagai pemegang saham atau investor tentunya institusi menginginkan pembagian dividen sebagai hasil dari saham yang mereka miliki. Dikarenakan pihak institusi memiliki kontrol yang besar dan signifikan, mereka akan mampu mendesak pihak manajemen untuk membagikan dividen daripada membiarkan manajemen menggunakan kas perusahaan untuk berinvestasi atas dasar kepentingan oportunistiknya.

Hal ini sejalan dengan *bird in the hand theory* (Gordon, 1959), dimana investor atau pemegang saham lebih menyukai burung di tangan atau kepastian (*bird in the hand*) dalam bentuk dividen tunai daripada dijanjikan keuntungan yang belum pasti (*bird in the bush*). Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Pound (1990) dalam Ullah *et al.* (2012) menyatakan bahwa institusi mampu memaksa manajer oportunistik untuk mendistribusikan *free cash flow* sebagai dividen jika manajemen tidak memiliki proyek yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Menurut Lee (2008), investor perusahaan (institusi) dan asing pada umumnya lebih

mampu untuk mengendalikan manajemen karena memiliki pengetahuan dan sumber daya yang cukup di bidang bisnis dan keuangan. Maka, semakin besar jumlah kepemilikan institusional, semakin besar dividen yang akan dibagikan. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Pernyataan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Cheng *et al.* (2018), Sindhu *et al.* (2016), Jabeen dan Ahmad (2019), Widyastuti (2018), Aliyu *et al.* (2016), Jacob & Jijo Lukose (2018), Jory *et al.* (2017), Sumail (2018), Sumartha (2016), Miko & Kamardin (2015).

Berdasarkan Tabel 1 hasil analisis pengaruh *Growth Opportunity* terhadap Kebijakan Dividen diperoleh nilai t hitung sebesar 1,986 dengan signifikansi sebesar 0,050. Nilai t hitung yang diperoleh lebih besar dari nilai t tabel ( $1,986 > 1,98$ ). Nilai Sig. t sebesar  $0,050 \leq 0,05$  mengindikasikan bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_4$  diterima. Nilai koefisien beta sebesar 0,253 menunjukkan semakin tinggi *growth opportunity* akan meningkatkan pembayaran. Hasil ini mempunyai arti bahwa variabel *free cash flow* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan hasil analisis yang menyatakan pengaruh positif signifikan *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa semakin tinggi *asset growth*, maka akan semakin besar pula dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham. Sebaliknya, ketika *asset growth* perusahaan rendah, maka jumlah dividen yang dibayarkan akan rendah pula. Semakin besar aset maka diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti dengan peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan kreditor terhadap perusahaan. Namun, semakin besar juga kebutuhan dana untuk meningkatkan aset pada perusahaan. Ketika perusahaan membutuhkan tambahan dana dalam membiayai pertumbuhannya, maka perusahaan tidak akan mengurangi porsi dividen yang diberikan kepada para pemegang saham. Hal ini disebabkan perusahaan cenderung memiliki alternatif pendanaan yang lebih banyak, sehingga perusahaan menjadi kurang bergantung pada pendanaan internal. Perusahaan akan mencari pendanaan eksternal di pasar modal sebagai tambahan dana untuk membiayai pertumbuhannya.

Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Radiman & Wahyuni (2019), tingginya tingkat *growth opportunity* perusahaan akan meningkatkan jumlah pembayaran dividen kepada pemegang saham. Hal ini dikatakan sebagai sinyal akan pertumbuhan di masa depan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan pada pasar modal Amerika (S&P500) oleh Arnott & Asness (2003) menemukan bahwa tingginya *dividend payout ratio* (DPR) berkaitan dengan semakin tingginya pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Penelitian lain oleh Zhou & Ruland (2006) yang meneliti keterkaitan *dividend payout ratio* dengan pertumbuhan laba di masa mendatang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif yang kuat dan signifikan antara *dividen payout ratio* dan pertumbuhan laba di masa mendatang. Pernyataan tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Roy (2015), Ratnasari & Purnawati (2019), Hardi & Andestiana (2018), Laura *et al.* (2017), Perwira & Wiksuana (2018).

Berdasarkan hasil penelitian diketahui faktor-faktor yang mempengaruhi

kebijakan dividen pada perusahaan *property and real estate* di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019 adalah *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan *growth opportunity*. Penggunaan faktor-faktor dari suatu kebijakan dividen tersebut akan mempengaruhi pembagian dividen di setiap perusahaan *property and real estate* kepada pemegang saham.

Penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan, wawasan beserta informasi dan juga sebagai bahan referensi pada penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *growth opportunity* terhadap kebijakan dividen. *Free cash flow* sebagai arus kas bebas perusahaan yang bisa dipergunakan untuk tambahan investasi, membayar hutang, membeli saham treasury, serta membayar dividen ke pemegang saham dapat menjadi *agency problem* di perusahaan. Untuk mengatasi hal tersebut, *free cash flow* dapat didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk mencegah digunakannya *free cash flow* pada investasi yang kurang menguntungkan. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional yang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen juga dapat memberikan informasi bahwa keberadaan pemegang saham sangatlah penting dalam menentukan kebijakan atau keputusan apa yang akan diambil perusahaan tersebut. Terakhir, *growth opportunity* ternyata juga mempengaruhi pembayaran dividen secara positif. Artinya, pertumbuhan aset yang dialami oleh perusahaan tidak menghambat atau mengurangi proporsi dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham.

Penelitian ini diharapkan mampu dijadikan pertimbangan oleh pihak manajemen perusahaan untuk dapat menentukan kebijakan dividen dengan tepat. Manajemen juga diharapkan dapat mempertimbangkan penggunaan kebijakan dividen sebagai alat untuk meminimalisir *agency conflict* dan mengurangi *agency cost* pada perusahaan dengan cara memanfaatkan *excess cash* sebagai dividen untuk memperkecil kemungkinan penggunaan dana untuk berinvestasi pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan.

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi kepada investor sebagai dasar dalam mengambil keputusan keuangan yang mana dalam hal ini adalah investasi. Dengan lebih memperhatikan perusahaan-perusahaan mana saja yang membagikan dividen beserta faktor-faktor penentunya diharapkan investor bisa mempertimbangkan lebih matang terkait investasi dan mendapatkan keuntungan yang maksimal.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, terdapat beberapa keterbatasan yang dialami dan dapat menjadi faktor untuk dapat lebih diperhatikan bagi peneliti-peneliti yang akan datang untuk lebih menyempurnakan penelitiannya. Beberapa keterbatasan dalam penelitian tersebut, antara lain penelitian hanya berfokus pada perusahaan *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jumlah sampel yang digunakan hanya berjumlah 18 perusahaan dikarenakan banyak sampel yang tidak memenuhi syarat yaitu melakukan pembayaran dividen secara rutin selama 5 tahun, sehingga sampel belum dapat mewakili keadaan sebenarnya.

## SIMPULAN

*Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

pada perusahaan *property and real estate* di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan, maka akan semakin besar kemungkinan dividen akan dibagikan kepada para pemegang saham.

Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan *property and real estate* di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan, maka akan semakin besar kemungkinan dividen akan dibagikan kepada para pemegang saham. Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan *property and real estate* di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh pihak institusi, maka akan semakin besar kemungkinan dividen akan dibagikan kepada para pemegang saham dikarenakan institusi atau perusahaan lain akan berperan sebagai pengontrol eksternal akan bertindak profesional dalam memonitor dan mengevaluasi kinerja perusahaan sehingga menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunity manager*.

*Growth opportunity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan *property and real estate* di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan di masa depan, maka akan semakin besar kemungkinan dividen akan dibagikan kepada pemegang saham. Investor apabila melakukan investasi pada suatu perusahaan agar lebih memperhatikan *free cash flow*, komposisi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional serta *growth opportunity* karena faktor-faktor tersebut mempengaruhi besar kecilnya kebijakan dividen perusahaan.

Bagi peneliti selanjutnya disarankan agar tidak hanya menggunakan variabel-variabel yang terdapat pada penelitian ini, tetapi dapat menggunakan variabel lain yang dapat menjadi faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen seperti *leverage*, profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, kebijakan hutang serta peneliti selanjutnya dapat menggunakan lokasi penelitian lain yaitu tidak hanya pada perusahaan *property and real estate* tetapi dapat menggunakan perusahaan sektor lain di Bursa Efek Indonesia yang membagikan dividen.

## REFERENSI

- Al-Kayed, L. T. (2017). Dividend payout policy of Islamic vs conventional banks: case of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), 117–128. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-09-2015-0102>
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance (Bingley)*, 16(1), 135–161. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2015-0129>
- Alias, N., Yaacob, M. H., Rahim, R. A., & Nor, F. M. (2016). *Board structure, free cash flow and dividend per share in Malaysia listed firms: An empirical study of interaction effect*. 2(2), 58–67.

- Aliyu, D. M., Musa, A. U., & Shika, A. S. (2016). Ownership Structure and Payout Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria. *Igbinedion University Journal of Accounting*, 1(1), 87–101.
- Anazonwu, H. O., Egbunike, F. C., & Ehekoba, F. N. (2018). Agency Cost and Dividend Pay-out: A Study of Selected Listed Manufacturing Firms in Nigeria. *Indonesian Journal of Management and Business Economics*, 1(1), 42–51. <https://doi.org/10.32455/ijmbe.v1i1.40>
- Anggraeni, N., & Mindarti, C. (2009). Pengaruh Kepemilikan Saham Institusional Dan Kebijakan Hutang Terhadap Kepemilikan Manajerial. *Jurnal Ilmiah Kajian Akuntansi*, 1(2), 133–152.
- Arnott, R. D., & Asness, C. S. (2003). Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. *Financial Analysts Journal*, 59(1), 70–87. <https://doi.org/10.2469/faj.v59.n1.2504>
- Badejo, A. A., & Hamza, M. L. (2019). Insider Ownership and Dividend Policy of Listed Non-Financial Firms in Nigeria. *Management Research Spectrum*, 9(2), 1–5. <https://www.readersinsight.net/MRS/article/view/1032>
- Bahri, S. (2017). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Riset Akuntansi & Komputerisasi Akuntansi*, 8(1), 63–84.
- Balamuralikrishnan, C., & Gnanasekar, I. F. (2019). *A Study on Relation among Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policy : Evidence from Select Indian Companies Listed in Bombay Stock Exchange*. 5(1), 194–200.
- Chabachib, D. S. J. L. (2016). Analisis Faktor - Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Periode 2010-2014). *Diponegoro Journal of Management*, 5(3), 1–12. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/dbr>
- Cheng, J.-C., Lin, F.-C., & Tung, T.-H. (2018). The Effect of Institutional Ownership Stability on Cash Dividend Policy: Evidence from Taiwan. *Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance*, 6, 207–222. <https://doi.org/10.1108/s2514-465020180000006006>
- 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>
- Febrianti, D., & Zulvia, Y. (2020). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Manajemen*, 5(1), 201–219.
- Gordon, M. J. (1959). DIVIDENDS , EARNINGS , AND STOCK PRICES. *The*

*Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105.

- Hantono, Sari, I. R., Hartono, A., Felicya, & Daeli, M. (2019). Pengaruh Return on Asset, Free Cash Flow, Debt to Equity Ratio, Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Property and Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016. *Owner: Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 3(2), 143–159.
- Hardi, S., & Andestiana, R. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Hutang dan Pertumbuhan Aset Terhadap Kebijakan Dividen (Pada Perusahaan Food And Beverage Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017). *Dinamika Umt*, 2(2), 44–58.
- Jaara, B., Alashhab, H., & Jaara, O. (2018). The Determinants of Dividend Policy for Non-Financial Companies in Jordan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(2), 198–209.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37(May 2016), 283–298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>
- Jabeen, M., & Muhammad Ahmad. (2019). Impact of Ownership Structure on Dividend Payout Policy in Cement Industry of Pakistan. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 8(4), 679–686. <https://doi.org/10.1080/23311975.2016.1272815>
- Jacob, C., & Jijo Lukose, P. J. (2018). Institutional Ownership and Dividend Payout in Emerging Markets: Evidence from India. *Journal of Emerging Market Finance*, 17(1), 54–82. <https://doi.org/10.1177/0972652717751538>
- Jayanti, I. S. D., & Puspitasari, A. F. (2017). Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *TIJAB (The International Journal of Applied Business)*, 1(1), 1–13. <https://doi.org/10.20473/tijab.v1.i1.2017.1-13>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jogiyanto, H. M. (2017). *Analisis dan Desain (Sistem Informasi Pendekatan Terstruktur Teori dan Praktek Aplikasi Bisnis)*. Penerbit Andi.
- Jory, S. R., Ngo, T., & Sakaki, H. (2017). Institutional ownership stability and dividend payout policy. *Managerial Finance*, 43(10), 1170–1188. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2016-0272>
- Kadioglu, E., & Yilmaz, E. A. (2017). Is the free cash flow hypothesis valid in

- Turkey? *Borsa Istanbul Review*, 17(2), 111–116.  
<https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.12.001>
- Kafata, A. A. A., & Hartono, U. (2018). Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dan Return on Asset Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Sektor Mining Yang Terdaftar Di Bei Periode 2011-2015. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 6(1), 1–9.
- Laura, M., Tanjung, A. R., & Savitri, E. (2017). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Risiko Bisnis Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Ekonomi*, 25(1), 1–15.
- Le, T. T. H., Nguyen, X. H., & Tran, M. D. (2019). Determinants of dividend payout policy in emerging markets: Evidence from the ASEAN region. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 531–546.  
<https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2019.94.531.546>
- Lee, S. (2008). Ownership structure and financial performance: Evidence from panel data of South Korea. *Corporate Ownership and Control*, 6(2 C CONT. 2), 254–267. <https://doi.org/10.22495/cocv6i2c2p1>
- Malavia Mardani, R., . M., . S., & Khusniyah Indrawati, N. (2018). Ownership Structure, Corporate Governance and Dividend Policy: Evidence from Indonesia. *KnE Social Sciences*, 3(10), 1249–1255.  
<https://doi.org/10.18502/kss.v3i10.3466>
- Mangundap, S., Ilat, V., & Pusung, R. (2018). Pengaruh Leverage Dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Indeks LQ45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun (2012-2016). *Going Concern : Jurnal Riset Akuntansi*, 13(2), 569–577.  
<https://doi.org/10.32400/gc.13.02.19844.2018>
- Meidiawati, K., & Mildawati, T. (2016). Pengaruh Size , Growth , Profitabilitas , Struktur Modal , Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5(2), 1–16.
- Miko, N. U., & Kamardin, H. (2015). Ownership Structure and Dividend Policy of Conglomerate Firms in Nigeria. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 4(2), 279–286. <https://doi.org/10.5901/ajis.2015.v4n2p279>
- Moin, A., Guney, Y., & El Kalak, I. (2019). The effects of ownership structure, sub-optimal cash holdings and investment inefficiency on dividend policy: evidence from Indonesia. *Review of Quantitative Finance and Accounting*.  
<https://doi.org/10.1007/s11156-019-00862-z>
- Nanda Perwira, A. A. G. A., & Wiksuana, I. G. B. (2018). Pengaruh Profitabilitas Dan Pertumbuhan Aset Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 7(7), 3767–3796.  
<https://doi.org/10.24843/ejmunud.2018.v07.i07.p12>
- Nuringsih, K. (2005). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang,

- ROA Dan Size Terhadap Kebijakan Dividen. In *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* (Vol. 2, Issue 2, pp. 103–123).
- Paramita, R. A. S. (2015). Free Cash Flow, Leverage, Besaran Dan Siklus Hidup Perusahaan: Bukti Kebijakan Dividen Di Indonesia. *Jurnal Riset Ekonomi Dan Manajemen*, 15(1), 169–181. <https://doi.org/10.17970/jrem.15.1501012.id>
- Pebrianti, N. (2018). The Influence Of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Foreign Ownership Of Profitability and Its Impact On Cash Dividend (Study at 50 Biggest Market Capitalization on Indonesia Stock Exchange). *International Journal of Social Science and Economic Research*, 03(01), 406–413.
- Prastya, A. H., & Jalil, F. Y. (2020). Pengaruh Free Cash Flow, Leverage, Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Kajian Akuntansi Dan Bisnis Terkini*, 1(1), 132–149.
- Putri, P. A. D., & Putra, I. N. W. A. (2017). Pengaruh Free Cash Flow Perusahaan di Tahap Growth dan Mature Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 20(1), 87–115. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Radiman, R., & Wahyuni, S. F. (2019). *The Effect of Cash Position, Firm Size, Growth Opportunity, Ownership, and Return On Assets on Dividend Payout Ratio (DPR) in Automotive Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange*. 343(1), 187–195. <https://doi.org/10.2991/icas-19.2019.39>
- Rajput, M., & Jhunjhunwala, S. (2019). Corporate governance and payout policy: evidence from India. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(5), 1117–1132. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2018-0258>
- Raphael, G., & Mnyavanu, W. (2018). Determinants of Dividend Payout of Commercial Banks Listed At Dar Es Salaam Stock Exchange (DSE). *Account and Financial Management Journal*, 03(06), 1571–1580. <https://doi.org/10.31142/afmj/v3i6.03>
- Ratnasari, P. S. P., & Purnawati, N. K. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Tingkat Pertumbuhan Perusahaan Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(10), 6179–6198. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i10.p16>
- Rochmah, H. N., & Ardianto, A. (2020). Catering dividend: Dividend premium and free cash flow on dividend policy. *Cogent Business and Management*, 7(1), 1–16. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1812927>
- Rosdini, D. (2009). *Pengaruh free cash flow terhadap Dividend payout ratio*.
- Roy, A. (2015). Dividend policy, ownership structure and corporate governance: an empirical analysis of Indian firms. *Indian Journal of Corporate Governance*, 8(1), 1–33. <https://doi.org/10.1177/0974686215574422>

- Santoso, B. (2009). *Profit Berlipat Dengan Investasi Tanah & Rumah*. Elex Media Komputindo. <https://books.google.co.id/books?id=BV9A3e2zjVMC>
- Sari, N. K. A. P., & Budiasih, I. G. A. N. (2016). Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi*, 15(3), 2439–2466.
- Sari, N. P. A. S. P., & Suryantini, N. P. S. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Dan Tingkat Pertumbuhan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(7), 4559. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i07.p20>
- Silaban, C. N., & Pengestuti, I. R. D. (2017). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen dengan Firm Size sebagai Variabel Kontrol (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2011- 2015). *Diponegoro Journal of Management*, 6(3), 1–15.
- Sindhu, M. I., Hashmi, S. H., & Ul Haq, E. (2016). Impact of ownership structure on dividend payout in Pakistani non-financial sector. *Cogent Business and Management*, 3(1), 679–686. <https://doi.org/10.1080/23311975.2016.1272815>
- Suartawan, I. G. N. P. A., & Yasa, G. W. (2016). Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis*, 11(2), 63–74. <https://doi.org/10.24843/jiab.2016.v11.i02.p01>
- Suhartono, A. (2015). The effect of free cash flow and ownership structure on dividend payout ratio in manufacturing companies in Indonesia. *The Indonesian Accounting Review*, 5(2), 129–140. <https://doi.org/10.14414/tiar.v5i2.643>
- Sumail, L. O. (2018). Corporate governance and dividend payout ratio in non-financial firms listed in Indonesian stock exchange. *Business and Economic Horizons*, 14(4), 851–861. <https://doi.org/10.15208/beh.2018.58>
- Sumartha, E. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Economia*, 12(2), 167–182. <https://doi.org/10.21831/economia.v12i2.11114>
- Tijjani, B., & Sani, A. A. (2016). An empirical analysis of free cash flow and dividend policy in the Nigerian oil and gas sector. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(12), 154–160. <http://iiste.org/Journals/index.php/RJFA/issue/view/2550>
- Ullah, H., Fida, A., & Khan, S. (2012). The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, 3(9), 298–307.
- Utama, N. S. P., & Gayatri, G. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal*

- Akuntansi*, 22(2), 976–1003. <https://doi.org/10.24843/EJA.2018.v22.i02.p06>
- Wedhana, N. L. N. S., & Wiksuana, I. G. B. (2015). Determinasi Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 4(11), 3962–3990.
- Widyastuti, T. (2018). *Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. 53(9), 1689–1699. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Yeo, H. J. (2018). Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry. *Asian Journal of Shipping and Logistics*, 34(2), 113–118. <https://doi.org/10.1016/j.ajsl.2018.06.007>
- Yudiana, I., & Yadnyana, I. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Investment Opportunity Set Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi*, 15(1), 111–141.
- Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0030>
- Zhou, P., & Ruland, W. (2006). Dividend Payout and Future Earnings Growth. *Financial Analysts Journal*, 62(3), 58–69. <http://www.jstor.org/stable/27651705>