



Moderasi Kepemilikan Institusional terhadap Pengaruh Karakteristik Keuangan pada Dividen Tunai

Budi Kirana Putra¹, Sri Hasnawati², Ernie Hendrawaty³

Universitas Lampung, Indonesia^{1,2,3}

*Email: kirana.putra@gmail.com, sri.hasnawati@feb.unila.ac.id,
ernie.hendrawaty@feb.unila.ac.id

*Correspondence: Budi Kirana Putra

ABSTRAK

Article Info:

Submitted:

08-05-2025

Final Revised:

27-05-2025

Accepted:

29-05-2025

Published:

29-05-2025

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh karakteristik keuangan yang meliputi profitabilitas, likuiditas, leverage, arus kas bebas, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia, dengan mempertimbangkan peran moderasi kepemilikan institusional dalam kerangka teori keagenan. Studi ini menggunakan pendekatan kuantitatif berbasis data panel dari 85 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2010–2021. Analisis dilakukan menggunakan Moderated Regression Analysis (MRA) dengan pendekatan Fixed Effect Model (FEM), serta pengujian asumsi klasik untuk memastikan validitas model. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap pembayaran dividen, sementara profitabilitas, leverage, dan arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan. Kepemilikan institusional hanya memoderasi hubungan antara likuiditas dan ukuran perusahaan terhadap dividen, namun tidak pada variabel lainnya. Penelitian ini berkontribusi dalam memperkaya literatur terkait peran ganda kepemilikan institusional sebagai mekanisme pengawasan eksternal pada pasar berkembang, serta memperjelas kompleksitas determinan kebijakan dividen di sektor manufaktur. Implikasi kebijakan yang diusulkan mencakup pentingnya memperhatikan faktor likuiditas dan skala perusahaan dalam merancang kebijakan dividen, serta mengoptimalkan kepemilikan institusional sebagai alat mitigasi konflik keagenan. Penelitian lanjutan disarankan untuk memasukkan variabel non-keuangan dan analisis lintas sektor guna memperluas generalisasi temuan.

Kata kunci: kebijakan dividen; kepemilikan institusional; teori keagenan; perusahaan manufaktur; moderasi.

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of financial characteristics—namely profitability, liquidity, leverage, free cash flow, and firm size—on dividend policy among manufacturing firms in Indonesia, while considering the moderating role of institutional ownership within the agency theory framework. A quantitative panel data approach is employed, utilizing data from 85 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) over the 2010–2021 period. The analysis is conducted using Moderated Regression Analysis (MRA) based on the Fixed Effect Model (FEM), supported by classical assumption tests to ensure model validity. The findings reveal that liquidity and firm size have a significant positive effect on dividend payments, whereas profitability, leverage, and free cash flow do not exhibit significant impacts. Institutional ownership significantly moderates the relationship between liquidity and dividend, as well as between firm size and dividend, but fails to moderate the effects of other variables. This study contributes to the literature by confirming the dual role of institutional ownership as an external governance mechanism in an emerging market context and provides empirical evidence of the complex determinants of dividend policy in the Indonesian manufacturing sector. Policy implications suggest that firms

should prioritize liquidity and firm size in dividend policy formulation while leveraging institutional ownership to mitigate agency conflicts. Future research is encouraged to incorporate non-financial variables and adopt cross-sectoral analyses to enhance generalizability.

Keywords: *dividend policy; institutional ownership; agency theory; manufacturing companies; moderation.*

PENDAHULUAN

Dividen merupakan salah satu bentuk imbal hasil yang diharapkan oleh investor dari aktivitas investasi mereka di pasar modal (Wahjudi, 2019). Namun, keputusan perusahaan dalam membagikan dividen tidak hanya bergantung pada kinerja keuangan internal, melainkan turut dipengaruhi oleh kondisi eksternal seperti ketidakpastian ekonomi, kebutuhan pendanaan masa depan, dan strategi manajemen dalam menghadapi risiko (Dąbrowska *et al.*, 2020). Berdasarkan data dari Bursa Efek Indonesia tahun 2015–2021, jumlah emiten sektor manufaktur mengalami peningkatan dari 141 menjadi 214 perusahaan. Namun, jumlah perusahaan yang secara aktif membagikan dividen justru menunjukkan fluktuasi, yang mengindikasikan bahwa pertumbuhan jumlah emiten tidak selalu diiringi oleh peningkatan pembayaran dividen. Hal ini mencerminkan adanya kompleksitas dalam faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan (Hasnawati, 2021; Basri, 2019).

Tabel 1. Perusahaan yang membagikan dividen untuk periode 2015-2021

Uraian	Tahun						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Jumlah Perusahaan Tercatat di BEI	497	513	549	606	661	712	767
Jumlah Perusahaan Tercatat di BEI sektor Manufaktur	141	144	155	166	183	196	214
Perusahaan Membayar Dividen	221	209	237	236	248	220	231
Perusahaan Membayar Dividen Sektor Manufaktur	65	63	75	74	85	73	79
Persentase (%) Prsh. Pembayar Dividen	44.47%	40.74%	43.17%	38.94%	37.52%	30.90%	30.12%
Persentase (%) Prsh. Pembayar Dividen Sektor Manufaktur	46.10%	43.75%	48.39%	44.58%	46.45%	37.24%	36.92%

Sumber : pengolahan data empiris

Berbagai studi sebelumnya telah mengidentifikasi faktor-faktor yang memengaruhi keputusan pembayaran dividen, seperti struktur kepemilikan, profitabilitas, dan likuiditas (Gitman & Zutter, 2015; Jabbouri, 2016; Dewasiri *et al.*, 2019; Louziri & Oubal, 2022). Namun, hasil temuan terkait struktur kepemilikan, terutama kepemilikan institusional dan konsentrasi kepemilikan, masih menunjukkan ketidakkonsistenan. Beberapa penelitian mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional dapat meningkatkan kemungkinan pembayaran dividen (Jory *et al.*, 2017; Crane *et al.*, 2016), sedangkan lainnya menemukan dampak negatif atau tidak signifikan, tergantung pada karakteristik perusahaan dan konteks kepemilikannya (Reyna & Manuel, 2017; Muharramah *et al.*, 2020; Bataineh, 2021).

Di sisi lain, kepemilikan institusional juga memiliki kaitan erat dengan praktik tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*), yang berfungsi sebagai mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham (Pahi & Yadav, 2018; Gunawan *et al.*, 2019). Investor institusional dinilai memiliki peran penting dalam proses pengawasan terhadap perusahaan, terutama ketika mereka memiliki porsi kepemilikan yang besar dan bersifat jangka panjang (Jory *et al.*, 2017; Fooladi & Farhadi, 2019).

Namun demikian, studi yang secara terintegrasi mengkaji peran kepemilikan institusional dalam kerangka teori keagenan dan tata kelola perusahaan terhadap berbagai determinan keuangan seperti profitabilitas, *leverage*, likuiditas, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan masih terbatas, khususnya di sektor manufaktur Indonesia. Padahal,

sektor ini memiliki struktur kepemilikan yang unik dan kontribusi yang signifikan terhadap perekonomian nasional.

Penelitian ini memiliki implikasi praktis bagi perusahaan dalam merumuskan kebijakan dividen dengan mempertimbangkan faktor keuangan utama serta peran kepemilikan institusional sebagai mekanisme pengawasan untuk meminimalkan konflik keagenan. Secara akademis, penelitian ini memperluas literatur dengan menegaskan relevansi teori keagenan dan struktur kepemilikan dalam konteks pasar berkembang, serta membuka peluang kajian lanjutan yang memasukkan faktor non-keuangan.

Kebijakan pembayaran dividen berkaitan erat dengan permasalahan keagenan dan dapat diminimalkan melalui penerapan tata kelola perusahaan yang baik (GCG). Kepemilikan institusional, terutama yang bersifat besar dan jangka panjang, berperan sebagai mekanisme pengawasan efektif yang mendorong penerapan GCG dan kebijakan dividen yang sejalan dengan kepentingan pemegang saham (Pahi & Yadav, 2018; Jory *et al.*, 2017; Gunawan *et al.*, 2019). Mekanisme ini mencakup hak suara, insentif, serta pengaruh terhadap pemisahan kepemilikan dan kontrol (Fajdy & Mai, 2022) dan diperkuat oleh profitabilitas sebagai faktor penentu dividen (Tamrin *et al.*, 2017). Penelitian menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan institusional mendorong pembayaran dividen sebagai alat monitoring eksternal (Crane *et al.*, 2016; Fooladi & Farhadi, 2019). Dividen yang konsisten berfungsi mengurangi konflik keagenan, baik antara manajer dan pemegang saham (Tipe I) maupun antara pemegang saham mayoritas dan minoritas (Tipe II), yang memengaruhi keputusan distribusi laba (Muharramah *et al.*, 2020; d'Udekem, 2021; Handayani *et al.*, 2023).

Kepemilikan institusional memainkan peran penting dalam penetapan kebijakan dividen melalui kerangka teori keagenan, di mana investor institusional yang dominan cenderung mendorong pembayaran dividen sebagai mekanisme untuk mereduksi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham (Chang *et al.*, 2016; Jory *et al.*, 2017). Kontribusi mereka terhadap penguatan tata kelola perusahaan tercermin dalam penggunaan hak suara, kepatuhan terhadap regulasi, serta keterlibatan dalam pengawasan strategis (Szudejko, 2018; Maznorbalia *et al.*, 2023), meskipun tidak terlepas dari potensi konflik keagenan internal di antara investor institusional itu sendiri (Hirst *et al.*, 2017). Aktivisme yang dijalankan oleh investor institusional, melalui tindakan seperti voting, penyampaian resolusi pemegang saham, dan advokasi terhadap praktik *good corporate governance* (GCG), berperan dalam meningkatkan pengawasan terhadap manajemen (Mirchandani & Tellez, 2020; Lewellen & Lewellen, 2021). Temuan empiris menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan institusional yang tinggi berkorelasi positif dengan efektivitas implementasi GCG dalam perusahaan (Umam & Halimah, 2021; Sofia, 2022).

Penelitian sebelumnya mengungkapkan bahwa struktur kepemilikan perusahaan, khususnya kepemilikan institusional, memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Investor institusional berfungsi sebagai mekanisme pengawasan yang efektif dalam mengurangi konflik keagenan, yang pada gilirannya mendorong perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen (Chang *et al.*, 2016; Chaudhary, 2022; Martono *et al.*, 2020). Keberadaan pemegang saham besar dalam struktur kepemilikan memungkinkan kontrol yang lebih ketat terhadap manajerial, mengurangi peluang penyalahgunaan arus kas oleh manajer (Bataineh, 2021). Konsentrasi kepemilikan juga terbukti meningkatkan kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen, meskipun dampaknya berbeda antara kepemilikan institusional dan manajerial. Selain itu, proporsi kepemilikan institusional dapat berfungsi sebagai substitusi kebijakan dividen tunai dalam mengelola konflik keagenan (Jory *et al.*, 2017; Martono *et al.*, 2020).

Faktor keuangan seperti profitabilitas, leverage, likuiditas, ukuran perusahaan, dan arus kas bebas secara signifikan memengaruhi kebijakan dividen. Profitabilitas yang tinggi cenderung meningkatkan pembayaran dividen, sedangkan leverage yang tinggi mengurangi kapasitas pembayaran (Jabbouri, 2016). Likuiditas menunjukkan hubungan yang kompleks tergantung pada strategi perusahaan (Dąbrowska *et al.*, 2020; Stereńczak & Kubiak, 2022), sementara perusahaan besar dengan akses pendanaan yang lebih mudah cenderung memiliki rasio dividen lebih tinggi (Almeida *et al.*, 2015; Margono & Gantino, 2021). Arus kas bebas juga berpengaruh positif terhadap dividen (Yusof & Ismail, 2016), meskipun temuan empiris masih inkonsisten, dengan beberapa studi menunjukkan pengaruh

yang signifikan (Chang *et al.*, 2016; Hariem, 2021) sedangkan penelitian lainnya menunjukkan hasil yang lemah atau negatif (Martono *et al.*, 2020; Pradhan & Shrestha, 2017). Inkonsistensi ini mendorong perlunya penelitian lebih lanjut, khususnya mengenai peran kepemilikan institusional sebagai mekanisme pengawasan dan interaksinya dengan faktor keuangan dalam konteks perusahaan manufaktur di BEI.

Kebijakan dividen mencerminkan keputusan strategis perusahaan mengenai alokasi laba kepada pemegang saham, yang berdampak signifikan terhadap valuasi perusahaan. Secara teoritis, kebijakan ini dipengaruhi oleh berbagai faktor fundamental meliputi kondisi keuangan, kinerja operasional, dan preferensi *stakeholder* (Salman, 2019). Dalam perkembangan literatur, setidaknya terdapat delapan kerangka teoretis utama yang menjelaskan mekanisme pembayaran dividen, termasuk teori ketidakrelevanan, bird-in-hand, sinyal, dan siklus hidup perusahaan (Nathani & Gangil, 2019; Theiri *et al.*, 2023). Secara empiris, pengukuran kebijakan dividen umumnya menggunakan tiga pendekatan: (1) *dividend yield*, (2) *payout ratio*, dan (3) *klasifikasi dividen* (Hussain & Akbar, 2022), dengan *payout ratio* menjadi indikator utama dalam menggambarkan proporsi distribusi laba (Rochmah & Ardianto, 2020).

Profitabilitas Perusahaan menunjukkan hubungan positif dengan rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi. Penelitian sebelumnya yang menyimpulkan bahwa perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung mengumumkan dan membayar dividen yang lebih tinggi kepada pemegang sahamnya (Chandra *et al.*, 2017; Nurhikmawaty *et al.*, 2020; Adiputra, 2021), Sejumlah penelitian sebelumnya juga mendukung temuan ini, yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi yang diukur dengan ROE, lebih mungkin untuk membagikan dividen yang lebih besar (Paviththira, 2015; Jabbouri, 2016; Basri, 2019; Hariem, 2021). Oleh karena itu, hipotesis yang dapat dirumuskan sebagai berikut:

H1 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Penelitian mengungkapkan bahwa likuiditas tinggi tidak selalu mengarah pada pembayaran dividen tunai, karena dapat dialihkan untuk keperluan lain seperti akuisisi aset (Sulhan & Herliana, 2019). Hubungan antara likuiditas dan dividen bersifat dinamis, dipengaruhi oleh profitabilitas dan struktur kepemilikan (Sulhan & Herliana, 2019). Surplus kas dari likuiditas tinggi dapat digunakan baik untuk distribusi dividen maupun reinvestasi. Temuan empiris menunjukkan korelasi positif antara likuiditas dan pembayaran dividen (Kaźmierska-Jóźwiak, 2015; Dąbrowska *et al.*, 2020; Vo, 2022; Stereńczak & Kubiak, 2022), meskipun alokasi akhirnya tergantung pada pertimbangan strategis perusahaan. Berdasarkan kajian literatur tersebut, hipotesis yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

H2 : Likuiditas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Financial leverage, sebagai penggunaan biaya keuangan tetap untuk memperbesar pengaruh EBIT terhadap laba per saham (Gitman & Zutter, 2015), memiliki dampak negatif pada pembayaran dividen. Tingkat utang yang tinggi mengharuskan perusahaan mempertahankan likuiditas untuk memenuhi kewajiban, sehingga mengurangi kemampuan membayar dividen (Basri, 2019). Penelitian empiris konsisten menunjukkan pengaruh negatif signifikan leverage terhadap dividen tunai (Jabbouri, 2016; Mulyani *et al.*, 2016; Pradhan & Shrestha, 2017; Asif *et al.*, 2018; Hariem, 2021). Berdasarkan kajian literatur tersebut, hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

H3 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen.

Arus kas bebas (*free cash flow*) menggambarkan fleksibilitas keuangan perusahaan untuk mendistribusikan dana kepada pemegang saham melalui dividen. Penelitian oleh Dewasiri *et al.* (2019) dan Dąbrowska *et al.* (2020) menunjukkan bahwa dividen berfungsi sebagai mekanisme pengawasan untuk mengurangi biaya keagenan yang terkait dengan penggunaan arus kas bebas, sesuai dengan hipotesis. Temuan serupa oleh Yusof & Ismail (2016), dan Rochmah & Ardianto (2020) mengonfirmasi bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen yang diukur melalui *dividend payout ratio*. Berdasarkan hasil temuan tersebut, hipotesis yang diajukan adalah:

H4: Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Ukuran perusahaan berperan penting dalam kebijakan pembayaran dividen, di mana perusahaan besar memiliki akses yang lebih baik ke pasar modal dan kapasitas lebih tinggi untuk membagikan dividen (Lumapow & Tumiwa, 2017; Margono & Gantino, 2021). Bersama dengan faktor seperti

leverage, profitabilitas, dan struktur modal, ukuran perusahaan mempengaruhi tingkat pembayaran dividen (Khoiro *et al.*, 2016; Yusof & Ismail, 2016). Penelitian sebelumnya, seperti Dąbrowska *et al.* (2020), Hasan *et al.* (2015), Almeida *et al.* (2015), Tumiwa & Mamuaya (2019), Juhandi *et al.* (2019), dan Margono & Gantino (2021), menunjukkan bahwa perusahaan besar cenderung membayar dividen lebih tinggi.

H5: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Kepemilikan institusional memainkan peran penting dalam pengawasan perusahaan, mengurangi biaya keagenan yang tidak sepenuhnya dapat diatasi melalui kebijakan dividen. Perusahaan dengan kepemilikan institusional tinggi cenderung membayar dividen lebih besar untuk meningkatkan pengawasan eksternal, terutama jika pengawasan internal dianggap kurang efektif. Penelitian oleh Short *et al.* (2002) menunjukkan bahwa dividen mencerminkan tren laba positif pada perusahaan dengan kepemilikan institusional tinggi, serta mengindikasikan hubungan negatif antara kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial, yang didukung oleh studi Amilahaq (2019) dan Basri (2019). Berdasarkan tinjauan tersebut, hipotesis yang diajukan adalah:

H6: Kepemilikan institusional mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap pembayaran dividen.

Kepemilikan institusional memiliki peran penting dalam memoderasi hubungan antara likuiditas dan kebijakan pembayaran dividen. Amilahaq (2019) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dapat memperkuat pengaruh posisi kas terhadap dividen, sementara Crane *et al.* (2016) menemukan bahwa tingkat kepemilikan institusional yang tinggi mendorong peningkatan distribusi kas melalui dividen. Sunaryo (2022) juga menegaskan bahwa likuiditas berperan sebagai variabel intervening dalam hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen. Berdasarkan temuan tersebut, hipotesis yang diajukan adalah:

H7: Kepemilikan institusional mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap pembayaran dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Cao *et al.* (2017) menunjukkan adanya hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan tingkat *leverage*, di mana perusahaan dengan kepemilikan institusional tinggi lebih cenderung mengurangi ketergantungan pada utang dan lebih sering membayar dividen. Sebaliknya, perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi cenderung menunda pembayaran dividen meskipun memiliki kepemilikan institusional. Hal ini sejalan dengan temuan Jory *et al.* (2017), yang menyatakan bahwa perusahaan yang membayar dividen umumnya memiliki tingkat *leverage* yang lebih rendah dan kepemilikan institusional yang lebih tinggi. Berdasarkan temuan tersebut, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H8: Kepemilikan institusional memoderasi pengaruh *leverage* terhadap pembayaran dividen.

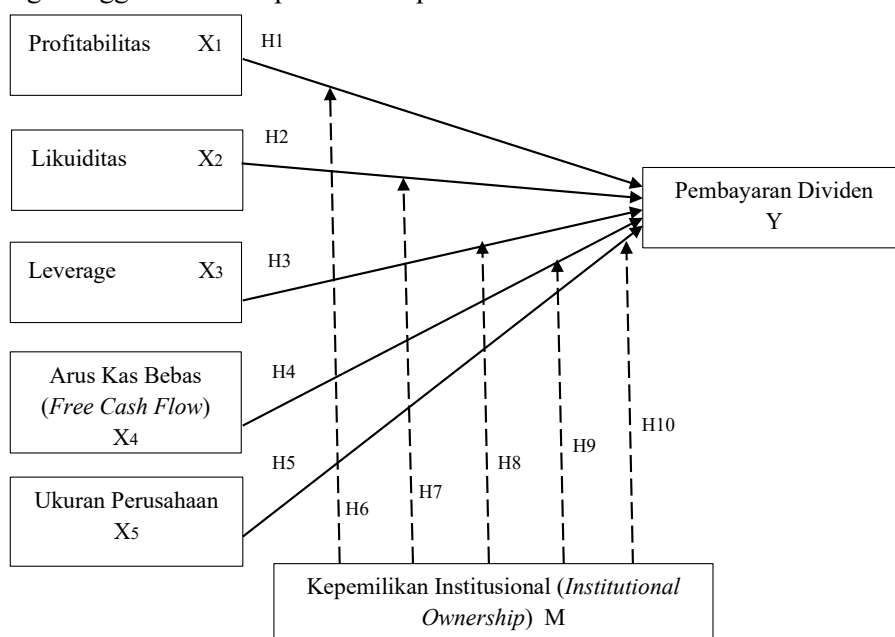
Martono *et al.* (2020) mengemukakan bahwa pada perusahaan manufaktur di Indonesia, kepemilikan institusional dan besarnya arus kas bebas memiliki peran penting dalam menentukan kebijakan pembayaran dividen. Perusahaan manufaktur yang umumnya memiliki arus kas bebas lebih besar dibandingkan sektor lain menunjukkan kecenderungan lebih tinggi untuk membagikan dividen tunai. Temuan ini menunjukkan bahwa faktor sektoral dan struktur kepemilikan institusional berpengaruh terhadap preferensi distribusi laba. Dukungan terhadap hubungan ini juga ditemukan dalam studi Short *et al.* (2002), yang menegaskan bahwa arus kas bebas dapat mendorong pembayaran dividen apabila diawasi oleh pemegang saham institusional. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H9: Kepemilikan institusional memoderasi pengaruh arus kas bebas terhadap pembayaran dividen.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berperan signifikan dalam memengaruhi kebijakan dividen, terutama melalui pengaruhnya terhadap asimetri informasi dan keputusan investor Zaher *et al.* (2017). Jory *et al.* (2017) menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran besar dan proporsi saham institusional yang tinggi lebih cenderung membayar dividen, karena investor institusional yang memiliki kepemilikan saham yang persisten cenderung mendorong distribusi laba. Selain itu, Jacob & Lukose (2018) menegaskan bahwa hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen lebih kuat pada perusahaan berskala besar. Berdasarkan temuan tersebut, diajukan hipotesis:

H10: Kepemilikan institusional memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap pembayaran dividen.

Berdasarkan tinjauan literatur dan pengembangan hipotesis, **Gambar 1** menjelaskan kerangka konseptual yang menggambarkan hipotesis dari penelitian.



Gambar 1. Kerangka Konseptual

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan pengujian hipotesis untuk mengidentifikasi hubungan sebab-akibat antar variabel. Data yang digunakan adalah data sekunder keuangan perusahaan publik, termasuk laporan tahunan dan data kepemilikan saham dari BEI, KSEI, serta sumber lain seperti Yahoo Finance dan ICMD. Analisis dilakukan pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang membagikan dividen tunai selama periode 2010–2021. Metode *panel regression* dipilih karena mampu menggabungkan dimensi data lintas waktu (*time series*) dan antar perusahaan (*cross section*), sehingga memungkinkan pengendalian terhadap heterogenitas individual dan meningkatkan akurasi estimasi hubungan antar variabel yang bersifat dinamis dan berulang sepanjang waktu. Sampel diambil secara *purposive*, dengan kriteria:

- (1) perusahaan yang bersangkutan menerbitkan laporan keuangan publik yang telah diaudit dan telah terdaftar di BEI dari tahun 2010 - 2021;
- (2) perusahaan yang bersangkutan membagikan dividen tunai selama periode tahun 2010 – 2021, baik secara kontinyu tiap tahun atau untuk beberapa tahun tertentu; dan
- (3) perusahaan yang bersangkutan memiliki kepemilikan institusional (*institutional ownership*) pada komposisi pemilik sahamnya.

Berdasarkan metode *purposive sampling*, 85 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI memenuhi ketiga kriteria tersebut, sehingga menjadi sampel penelitian.

Penelitian ini menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen (diukur dengan *dividend payout ratio*) pada perusahaan manufaktur BEI periode 2010–2021. Variabel independen meliputi: (1) profitabilitas (ROE), (2) likuiditas (NLB/total aset), (3) leverage (LtDER), (4) arus kas bebas (FCFF *yield*), dan (5) ukuran perusahaan (Ln total aset), dengan kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi (proporsi saham institusional). Pendekatan kuantitatif ini memungkinkan analisis sistematis terhadap pengaruh faktor keuangan dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen.. **Tabel 2** menjelaskan operasional dan pengukuran dari variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 2. Operasional dan Pengukuran Variabel

Budi Kirana Putra, Sri Hasnawati, Ernie Hendrawaty

Moderasi Kepemilikan Institusional terhadap Pengaruh Karakteristik Keuangan pada Dividen Tunai

Variabel	Proxy	Formula	Penelitian Representatif tentang Penggunaannya dalam Literatur
Kebijakan dividen	DPR	$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \times 100\%$	(Wahjudi, 2019); (Amidu & Abor, 2006)
Profitabilitas	ROE	$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{earning after tax (EAT)}}{\text{total equity}} \times 100\%$	(Jabbouri, 2016); (Dewasiri et al., 2019)
Likuiditas	NLB	$\text{Liquidity Ratio} = \frac{\text{NLB}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$ NLB = (Cash + Cash Equivalents + Marketable Securities – Notes Payable – Current Portion of Long-Term Debt)	(Canina & Carvell, 2008)
Leverage (Long Term Debt Equity Ratio)	LtDER	$\text{Long Term Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$	(Jensen et al., 1992); (Al-Malkawi et al., 2010); (Jabbouri, 2016); (Dąbrowska et al., 2020)
FCF/ Free Cash Flow Yield	FCF	$\text{FCF} = \frac{\text{net income} + \text{interest expenses} + (\text{depreciation} + \text{amortization}) - \text{capex}}{\text{book value of assets (enterprise value)}} \times 100\%$	(Canina & Carvell, 2008)
Ukuran Perusahaan	SIZE	$\text{Size} = \text{Ln}(\text{Total Assets})$	(Redding, 1997); (Dąbrowska et al., 2020)
Kepemilikan institusional	INST	$\text{INST} = \frac{\text{number of shares owned by institutional}}{\text{total number of shares}} \times 100\%$	(Amidu & Abor, 2006); (Al-Najjar & Kilincarslan, 2016)

Sumber: review penelitian terdahulu

Penelitian ini menerapkan pendekatan data panel yang menggabungkan dimensi waktu dan individu, serta menggunakan model regresi dengan tiga alternatif estimasi, yaitu *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model*, dan *Random Effect Model*. Pemilihan model regresi dilakukan melalui serangkaian uji seperti *Chow Test*, *Hausman Test*, dan *Lagrange Multiplier Test* untuk menentukan pendekatan yang paling sesuai dengan karakteristik data. Dalam analisis regresi panel, penelitian juga menggunakan variabel moderasi kepemilikan institusional dan menerapkan pendekatan *mean centering* untuk mengurangi potensi multikolinearitas akibat interaksi variabel. Selain itu, penanganan terhadap *outlier*, data hilang, serta nilai nol dilakukan secara hati-hati dengan penggunaan metode *imputasi* berbasis rata-rata industri dan pemodelan *regresi robust* untuk penanganan heteroskedastisitas guna menjaga validitas hasil analisis.

Untuk memastikan ketepatan estimasi model yang dipilih, penelitian ini juga melakukan serangkaian uji asumsi klasik, mencakup uji normalitas (dengan *Jarque-Bera*), autokorelasi (*Durbin-Watson* dan *Breusch-Godfrey*), multikolinearitas (korelasi antar variabel independen), dan heteroskedastisitas (*uji Glejser*). Estimasi lanjutan dengan *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS) digunakan untuk mengatasi pelanggaran asumsi seperti heteroskedastisitas dan korelasi antar unit *cross-section*. Evaluasi model dilakukan melalui pengujian statistik *R-squared* (R^2), uji t, dan uji F untuk menilai signifikansi hubungan antara variabel bebas, variabel moderasi, dan variabel dependen, yakni pembayaran dividen. Pendekatan metodologis yang komprehensif ini bertujuan untuk memperoleh hasil estimasi yang akurat dan interpretatif dalam konteks pengaruh karakteristik keuangan perusahaan terhadap kebijakan dividen dengan mempertimbangkan peran moderasi kepemilikan institusional. Semua uji hipotesis menggunakan tingkat signifikansi 5% ($\alpha = 0.05$).

Penelitian ini menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan mempertimbangkan peran variabel moderasi melalui interaksi antar variabel. MRA memungkinkan analisis pengaruh moderasi secara eksplisit dan mendalam, serta digunakan setelah model regresi lolos uji asumsi klasik. Pengujian hipotesis dilakukan untuk menilai pengaruh langsung dan interaksional, sehingga model regresi yang dibangun mampu menjawab hipotesis penelitian secara komprehensif. Model yang akan dianalisis dalam penelitian adalah sebagai berikut:

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 NLB_{it} + \beta_3 LtDER_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 INST_{it} + \beta_7 ROE*INST_{it} + \beta_8 NLB*INST_{it} + \beta_9 LtDER*INST_{it} + \beta_{10} FCF*INST_{it} + \beta_{11} SIZE_INST_{it} + \epsilon_{it}$$

dimana DPR adalah rasio pembayaran dividen sebagai variabel dependen; α adalah konstanta; β_{1-11} adalah koefisien regresi, variabel independen terdiri dari ROE adalah profitabilitas, NLB menunjukkan likuiditas, LtDER merupakan leverage, FCF adalah arus kas bebas, SIZE merupakan variabel ukuran perusahaan dan INST adalah kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi serta variabel interaksi antara variabel independen dengan variabel moderasi yang ditandai dengan interaksi ‘*’, sedangkan ϵ menunjukkan *standard error*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis statistik deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran umum karakteristik data dari 1.020 observasi yang mencakup 85 perusahaan manufaktur selama periode 2010–2021. **Tabel 3** menunjukkan bahwa variabel profitabilitas (ROE) memiliki rata-rata -0,0241 dengan nilai minimum -136,44 dan maksimum 2,244, mengindikasikan sebagian besar perusahaan mengalami kerugian dengan variasi kinerja yang sangat tinggi (standar deviasi 4,29). Variabel leverage (LtDER) juga menunjukkan sebaran yang signifikan, dari -6,99 hingga 111,24, dengan rata-rata 0,4586 dan standar deviasi 4,09, mencerminkan perbedaan besar dalam struktur modal antar perusahaan. Arus kas bebas (FCF) memiliki nilai rata-rata positif sebesar 0,0694, namun dengan standar deviasi 0,1061 dan nilai minimum negatif, menandakan volatilitas yang cukup tinggi. Sementara itu, ukuran perusahaan (SIZE) dan kepemilikan institusional (INST) menunjukkan distribusi yang lebih stabil dengan standar deviasi lebih kecil dari rata-rata, masing-masing sebesar 1,6172 (mean 14,96) dan 0,189 (mean 0,7087). Untuk variabel pembayaran dividen (DPR), rata-rata sebesar 0,2746 dengan standar deviasi 0,4402 menunjukkan perbedaan yang signifikan dalam kebijakan dividen antar perusahaan, dari yang sangat konservatif hingga sangat agresif. Standar deviasi yang lebih besar dari rata-rata mengindikasikan penyebaran data yang tinggi, yang dapat menyulitkan interpretasi hasil regresi secara akurat. Untuk mengatasi hal ini, maka diperlukan transformasi atau penyesuaian data agar hubungan antar variabel dapat dianalisis dengan lebih tepat.

Tabel 3. Hasil Statistik Deskriptif

Ukuran Deskriptif	DPR	ROE	NLB	LTDER	FCF	SIZE	INST
Mean	0.274635	-0.024160	0.073280	0.458594	0.069417	14.96057	0.708708
Median	0.198616	0.093744	0.040723	0.320399	0.059192	14.64852	0.755469
Maximum	7.386364	2.244586	0.632315	111.2380	1.186856	19.72172	0.999431
Minimum	-3.119845	-136.4425	-1.317639	-6.988469	-0.338942	11.26702	0.021423
Std. Dev.	0.440221	4.294846	0.135794	4.091689	0.106099	1.617186	0.189949
Skewness	4.687732	-31.47452	-0.484549	23.64685	2.608890	0.475737	-0.756399
Kurtosis	77.60429	999.9148	15.48997	595.1867	23.09822	2.723885	3.480698

Sumber : pengolahan data menggunakan Eviews13

Berdasarkan penilaian terhadap tiga model regresi data panel, yaitu *Common effect*, *Fixed effect* dan *Random effect*, dengan melakukan uji Chow dan uji Hausman, maka diperoleh *Fixed Effect Model* sebagai pilihan terbaik untuk digunakan dalam menganalisis kebijakan dividen. Hasil pengujian model analisis MRA dapat dilihat pada **Tabel 4**.

Tabel 4. Hasil Uji Pemilihan Model Regresi

	Common Effect	Fixed Effect	Random Effect
R-squared	0.165968	0.341435	0.102706
Adjusted R-squared	0.156866	0.273725	0.092914
Durbin-Watson Stat	1.729790	2.068027	1.678173

F-statistic	18.23512	5.04264	10.48889
Chow Test	Chi-Sq. Statistic: 240.933198		
	Chi-Sq. d.f.: 84		
	Prob.: 0.0000*		
Hausman Test	Chi-Sq. Statistic: 89.588220		
	Chi-Sq. d.f.: 11		
	Prob. 0.0000*		

*) signifikansi statistik yang digunakan pada tingkat 5% ($\alpha = 0.05$)

Sumber : pengolahan data menggunakan Eviews13

Berdasarkan uji Chow dan uji Hausman, model yang sesuai untuk digunakan dalam persamaan analisis regresi adalah model *fixed effect*, yaitu nilai Prob. dalam Uji Chow (pemilihan CEM vs FEM) adalah $0,0000 < \alpha = 0,05$, sehingga dipilih FEM. Pada pengujian Hausman (pemilihan FEM vs REM) nilai Prob. sebesar $0,0000 < \alpha = 0,05$, model yang sesuai adalah FEM. Pemodelan Regresi *Fixed Effect Model* (FEM) sesuai Tabel 4 diatas. memiliki nilai *Adjusted R Squared* sebesar 0,273695 yang berarti seluruh variabel independen mempengaruhi variabel dependen sebesar 27,37% dan sekitar 72,63% dipengaruhi oleh variabel lain. *Fixed Effect Model* untuk regresi MRA memiliki nilai *Durbin Watson* sebesar 2,068; dengan nilai ini maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi signifikan dalam residual model regresi.

Pengujian asumsi model dilakukan untuk memastikan kelayakan penerapan analisis regresi berganda, yang mensyaratkan terpenuhinya beberapa asumsi dasar atau terpenuhinya syarat *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE) pada model *Fixed Effect* yang diestimasi menggunakan metode *Ordinary Least Squares* (OLS) dengan dilakukannya uji asumsi klasik. Uji normalitas menggunakan *Jarque-Bera* menunjukkan distribusi residual tidak normal, namun dapat diabaikan karena jumlah sampel yang besar mengacu pada *Central Limit Theorem*. Uji multikolinearitas mengindikasikan adanya korelasi tinggi antara variabel independen dan interaksi, yang umum terjadi dalam analisis *Moderated Regression Analysis* (MRA), namun hal ini dianggap sebagai masalah skala pengukuran, bukan menunjukkan terdapatnya multikolinearitas sejati (Disatnik & Sivan, 2016). Uji heteroskedastisitas dengan metode *Glejser* menunjukkan tidak ada gejala heteroskedastisitas secara parsial, namun ditemukan secara simultan, sedangkan uji autokorelasi dengan *Breusch-Godfrey* menunjukkan model bebas dari masalah autokorelasi. Pengujian asumsi klasik tersebut disajikan dalam **Tabel 5**.

Tabel 5. Pemenuhan asumsi dalam analisis regresi

Uji Asumsi	Jenis Uji	Karakteristik	Kreteria	Hasil Pengujian
Normality	Jarque Bera (JB)	Sig = 0.000 Central Limit Theorem	Sig > 0.05	Secara Uji JB asumsi tidak terpenuhi tetapi, secara <i>Central Limit Theorem</i> asumsi terpenuhi
Non-heterscedastisity (FGLS, t-partial test)	Glejser Test	Sig = 0.1494 to 0.9114 (untuk masing-masing variabel)	Sig > 0.05	asumsi terpenuhi
Non-heterscedastisity (FGLS, F-simultaneous test)	Glejser Test	Sig = 0.030104	Sig > 0.05	asumsi tidak terpenuhi
Non-multicollinearity (independent variable)	Pairwise Correlation	$-0.85 \leq \text{Sig} \leq 0.85$	$-0.85 \leq \text{Sig} \leq 0.85$	asumsi terpenuhi
Non-multicollinearity (interaction variable)	Pairwise Correlation	Sig < -0.85 or Sig > 0.85	$-0.85 \leq \text{Sig} \leq 0.85$	asumsi tidak terpenuhi

Uji Asumsi	Jenis Uji	Karakteristik	Kriteria	Hasil Pengujian
Non-autocorellation (FGLS, t-partial test)	Breusch Godfrey LM Test	Sig = 0.5345 to 0.9922 (untuk masing-masing variabel)	Sig > 0.05	asumsi terpenuhi
Non-autocorellation (FGLS, F-simultaneous test)	Breusch Godfrey LM Test	Sig = 0.999752	Sig > 0.05	asumsi terpenuhi

Sumber: hasil uji olah data menggunakan Eviews13

Analisis regresi menunjukkan adanya masalah multikolinearitas yang tercermin dari tingginya korelasi antara variabel independen dengan variabel moderasi sebagai variabel interaksi. Meskipun multikolinearitas tidak menyebabkan bias pada estimasi koefisien, kondisi ini mengakibatkan inflasi varians yang berujung pada ketidakstabilan estimasi dan kesulitan dalam interpretasi statistik. Untuk mengatasi hal ini, diterapkan teknik *mean-centering*, yaitu pengurangan nilai rata-rata dari masing-masing variabel sebelum membentuk variabel interaksi, sehingga korelasi antar variabel dapat dikurangi (Baltagi, 2021). Setelah dilakukan *mean-centering*, pemodelan regresi dilanjutkan menggunakan pendekatan *Fixed Effect Model* (FEM) terpilih. Akan tetapi, hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan adanya varians residual yang tidak konstan serta korelasi lintas unit (*cross-sectional dependence*), sehingga digunakan metode *Feasible Generalized Least Square* (FGLS) untuk memperoleh estimasi yang lebih efisien (Religi & Purwanti, 2017).

Metode FGLS mengandalkan estimasi kovarians residual yang konsisten untuk menggantikan matriks kovarians tak diketahui. Dalam konteks ini, digunakan bobot *cross-section* untuk menangani heteroskedastisitas antar unit, serta *robust coefficient covariances* dengan pendekatan *Seemingly Unrelated Regression* (SUR) yang dikoreksi melalui *Panel Corrected Standard Errors* (PCSE) (Religi & Purwanti, 2017). Pendekatan ini sangat relevan karena jumlah unit analisis lebih besar dibanding jumlah periode observasi. Implementasi SUR (PCSE) dalam model FGLS terbukti efektif dalam mengatasi heteroskedastisitas dan korelasi lintas unit, serta meningkatkan akurasi dan reliabilitas hasil estimasi. Oleh karena itu, pendekatan ini sangat sesuai diterapkan dalam analisis regresi data panel yang kompleks dalam studi ekonomi dan sosial (Sitorus & Yuliana, 2018).

Meskipun pendekatan FGLS telah digunakan untuk mengatasi heteroskedastisitas dan korelasi lintas unit, hasil moderasi menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak signifikan dalam sebagian besar hubungan variabel independen terhadap pembayaran dividen. Ketidaksignifikanan ini dapat disebabkan oleh sisa multikolinearitas antara variabel utama dan interaksinya yang tetap ada meskipun telah diterapkan *mean-centering*, sehingga meningkatkan varians koefisien dan menurunkan presisi estimasi. Selain itu, kepemilikan institusional yang bersifat heterogen dan tidak selalu aktif dalam pengawasan juga berkontribusi pada lemahnya efek moderasi. Dalam konteks ini, variasi preferensi di antara investor institusional serta dominasi faktor internal perusahaan turut mengaburkan peran moderasi tersebut.

Tabel 6. Hasil Analisis Regresi

Variable	OLS (FEM)**				FGLS SUR After Mean Centering ***			
	Coef.	SE	t-stat.	p-value	Coef.	SE	t-stat.	p-value
C	-2.32608	0.85056	-2.73478	0.00640	0.27139	0.00181	150.16980	0.00000
ROE	0.14945	0.27372	0.54601	0.58520	0.00671	0.00702	0.95586	0.33940
NLB	-0.95338	0.40712	-2.34174	0.01940	0.29165	0.05377	5.42386	0.00000
LtDER	-0.00236	0.04914	-0.04801	0.96170	0.00109	0.00455	0.23898	0.81120
FCF	0.42446	0.63837	0.66491	0.50630	0.02745	0.02698	1.01751	0.30920
SIZE	0.17171	0.05575	3.07993	0.00210	0.00988	0.00431	2.29144	0.02220
INST	2.48233	1.09132	2.27463	0.02320	0.00897	0.03667	0.24449	0.80690
ROE*INST	-0.17536	0.33769	-0.51931	0.60370	-0.04758	0.05839	-0.81481	0.41540

Variable	OLS (FEM)**				FGLS SUR After Mean Centering ***			
	Coef.	SE	t-stat.	p-value	Coef.	SE	t-stat.	p-value
NLB*INST	2.00934	0.62863	3.19638	0.00140	1.04142	0.17991	5.78872	0.00000
LtDER*INST	0.01523	0.09103	0.16727	0.86720	-0.00071	0.02073	-0.03429	0.97270
FCF*INST	-0.69982	0.87894	-0.79621	0.42610	-0.08473	0.16814	-0.50391	0.61440
SIZE*INST	-0.16696	0.07167	-2.32951	0.02000	-0.02924	0.01395	-2.09612	0.03630
R-squared	0.34144				0.97599			
Adjusted R-squared	0.27373				0.97352			
F-statistic	5.04264				395.39580			
Prob(F-statistic)	0.00000				0.00000			

Notes: *) signifikansi statistik pada tingkat 5% (0.05); **) telah dilakukan imputasi data atas variabel terdapat *missing data*; ***) persamaan *regresi robust* menggunakan regresi data FGLS SUR setelah dilakukan analisis data imputasi dengan mean centering untuk penanganan multikolinearitas

Sumber: analisis data menggunakan *Eviews13*

Berdasarkan hasil analisis persamaan regresi dan pengujian hipotesis terhadap faktor-faktor yang memengaruhi pembayaran dividen, hasil pengujian tersebut disajikan pada **Tabel 6**. Penelitian ini menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen, dengan nilai signifikansi 0,3394 ($> 0,05$), sehingga hipotesis H₁ ditolak. Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih untuk menginvestasikan laba ke dalam peluang pertumbuhan ketimbang membagikannya sebagai dividen, terutama jika memiliki prospek investasi yang besar (Sari & Djajanti, 2021; Adiputra, 2021; Sari *et al.*, 2023). Faktor lain seperti struktur modal, tingkat utang, dan arus kas bebas juga memengaruhi keputusan pembayaran dividen, menunjukkan bahwa analisis perlu melibatkan lebih dari sekadar profitabilitas.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen, dengan koefisien regresi sebesar 0,291649 dan nilai signifikansi 0,0000 ($< 0,05$), sehingga hipotesis H₂ diterima. Temuan ini mendukung teori keagenan yang menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang memadai memungkinkan perusahaan membayar dividen tanpa mengganggu kemampuan membayar kewajiban jangka pendek (Zainudin *et al.*, 2021; Taufik & Malinda, 2024). Selain itu, likuiditas yang tinggi juga mengurangi biaya keagenan, memperkuat pengawasan eksternal, dan memberi sinyal positif terhadap kondisi keuangan perusahaan. Penelitian sebelumnya juga menunjukkan bahwa perusahaan dengan likuiditas yang tinggi lebih cenderung membayar dividen dibandingkan perusahaan dengan likuiditas rendah (Kaźmierska-Jóźwiak, 2015; Dąbrowska *et al.*, 2020; Vo, 2022; Stereńczak & Kubiak, 2022).

Pengujian hipotesis H₃ menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen (koefisien 0,001088; $p = 0,8112 > 0,05$), sehingga hipotesis ditolak. Meskipun secara teoritis *leverage* tinggi akan mengurangi kas tersedia untuk dividen karena prioritas pembayaran utang, temuan ini konsisten dengan Zultilisa *et al.* (2023) yang juga menemukan tidak adanya pengaruh signifikan pada sektor properti. Menurut Teori Keagenan, perusahaan dengan *leverage* tinggi lebih memilih menahan laba demi menjaga stabilitas keuangan daripada membagikan dividen.

Hasil uji hipotesis H₄ menunjukkan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen (koefisien = 0,027; $p\text{-value} = 0,309 > 0,05$), sehingga hipotesis ditolak. Temuan ini mengindikasikan bahwa keputusan dividen lebih dipengaruhi oleh faktor lain seperti profitabilitas, *leverage*, dan tata kelola perusahaan (Widyasti & Putri, 2021; Januarsi & Sanusi, 2024). Teori sinyal juga menjelaskan bahwa dividen dapat berfungsi sebagai alat komunikasi prospek perusahaan, terlepas dari ketersediaan arus kas bebas (Muzakki & Gandakusuma, 2023; Rahmawati, 2024). Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan hasil interaksi dinamis faktor-faktor keuangan, bukan semata-mata ditentukan oleh arus kas bebas.

Hasil uji hipotesis H₅ membuktikan pengaruh positif signifikan ukuran perusahaan terhadap pembayaran dividen ($\beta=0,0099$; $p=0,022<0,05$), sehingga mendukung hipotesis H₅. Perusahaan besar menunjukkan kemampuan dividen lebih konsisten karena: (1) stabilitas arus kas dari operasi terdiversifikasi, (2) akses mudah ke pasar modal mengurangi ketergantungan laba ditahan, dan (3) struktur tata kelola yang mengurangi konflik keagenan (Sadiyah & Hermawan, 2023; Witanto & Lesmana, 2023). Temuan ini konsisten dengan teori keagenan dan didukung berbagai penelitian sebelumnya (Yusof & Ismail, 2016; Almeida *et al.*, 2015), menegaskan ukuran perusahaan sebagai proksi kemampuan perusahaan dalam mempertahankan kebijakan dividen yang stabil.

Hasil pengujian hipotesis H₆ menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap pembayaran dividen (koefisien $-0,047577$; $p = 0,4154>0,05$), sehingga hipotesis ditolak. Peran pasif investor institusional sebagai pengawas, serta perbedaan tujuan antara mereka—antara yang fokus pada dividen dan yang mengutamakan reinvestasi—melemahkan efek moderasinya (Fitriyani & Khafid, 2019; Puspita, 2024; Jory *et al.*, 2017). Faktor eksternal seperti *leverage*, likuiditas, dan kondisi pasar turut mengaburkan hubungan ini (Rifqi *et al.*, 2024).

Hasil pengujian hipotesis H₇ menunjukkan bahwa kepemilikan institusional secara signifikan memoderasi pengaruh likuiditas terhadap pembayaran dividen, dengan koefisien interaksi sebesar $1,041419$ dan signifikansi $0,0000$ ($p < 0,05$), sehingga hipotesis diterima. Temuan ini mengindikasikan bahwa ketika likuiditas perusahaan tinggi, kepemilikan institusional yang besar memperkuat dorongan terhadap manajemen untuk membagikan dividen, sejalan dengan pandangan bahwa investor institusional cenderung menekan manajemen agar memprioritaskan kepentingan pemegang saham melalui distribusi laba (Short *et al.*, 2002; Sunaryo, 2022). Selain meningkatkan akuntabilitas manajerial, kepemilikan institusional juga bertindak sebagai pure moderator, di mana pengaruh likuiditas terhadap dividen menjadi signifikan hanya ketika proporsi kepemilikan institusional cukup besar (Rifqi *et al.*, 2024; Jory *et al.*, 2017; Asiri *et al.*, 2018).

Hasil pengujian hipotesis H₈ menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak memoderasi pengaruh *leverage* terhadap pembayaran dividen, dengan koefisien interaksi $-0,000711$ dan signifikansi $0,9727$ ($p > 0,05$), sehingga hipotesis ditolak. *Leverage* yang tinggi cenderung mengalihkan fokus manajemen pada pelunasan utang dan investasi, membatasi ketersediaan dana untuk dividen dan mengurangi efektivitas pengawasan oleh investor institusional (B. R. Sari & Djajanti, 2021). Selain itu, preferensi sebagian investor terhadap laba ditahan untuk pertumbuhan jangka panjang juga melemahkan peran moderasi kepemilikan institusional (Asiri *et al.*, 2018).

Hasil pengujian hipotesis H₉ menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak memoderasi pengaruh arus kas bebas terhadap pembayaran dividen, dibuktikan oleh koefisien $-0,084729$ dan signifikansi $0,6144$ ($p > 0,05$), sehingga hipotesis ditolak. Perbedaan strategi investor institusional (Christopher & Chalid, 2019; Putri & Azzahra, 2022), konflik keagenan yang menyebabkan manajemen menahan kas (Mughal & Muddasir, 2023; Irsutami & Fortuna, 2023), serta kecenderungan perusahaan untuk mengutamakan reinvestasi demi pertumbuhan (Januarsi & Sanusi, 2024), menjadi faktor yang melemahkan peran moderasi kepemilikan institusional.

Hasil penelitian hipotesis H₁₀ menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap pembayaran dividen, dengan koefisien $-0,029238$ dan signifikansi $0,0363$ ($p < 0,05$), yang berarti hipotesis diterima. Kepemilikan institusional mengurangi ketergantungan pada dividen sebagai mekanisme pengawasan, memungkinkan perusahaan besar menahan laba untuk reinvestasi tanpa tekanan untuk membayar dividen (Sukendri & Setiadi, 2023; Rahayu & Rusliati, 2019). Penelitian ini sejalan dengan temuan Basri (2019), yang menunjukkan bahwa institusi besar lebih fokus pada pertumbuhan jangka panjang, mengurangi ketergantungan pada dividen (Anggrainy *et al.*, 2023; Sari, 2022; Vito & Mahroji, 2024).

Uji *goodness of fit* dilakukan untuk mengevaluasi kecocokan model statistik dengan data observasi, bertujuan untuk memastikan apakah data yang dikumpulkan sesuai dengan ekspektasi model. Dalam penelitian ini, dilakukan beberapa uji, dimulai dengan Uji F yang menunjukkan signifikansi simultan dari variabel independen terhadap variabel dependen, dengan nilai F statistic $395,3958$ dan probabilitas F sebesar $0,00000$, yang menandakan bahwa model secara keseluruhan signifikan.

Selanjutnya, uji t (*t-Test Partial*) digunakan untuk menguji pengaruh parsial dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Hasilnya menunjukkan bahwa variabel likuiditas dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen, sedangkan variabel profitabilitas, *leverage*, dan arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan. Kepemilikan institusional juga ditemukan mampu memperkuat pengaruh likuiditas terhadap pembayaran dividen, namun tidak memoderasi pengaruh variabel lain seperti profitabilitas, *leverage*, dan arus kas bebas. Terakhir, uji koefisien determinasi menggunakan *Adjusted R Square* mengindikasikan bahwa 97,35% variasi pembayaran dividen dijelaskan oleh model, sementara sisanya dipengaruhi oleh faktor eksternal yang tidak diuji dalam penelitian ini.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, analisis hanya menggunakan data sekunder dari sektor manufaktur, sehingga hasilnya tidak dapat digeneralisasi ke seluruh sektor industri. Kedua, meskipun pendekatan FGLS dan PCSE telah diterapkan untuk mengatasi pelanggaran asumsi klasik, indikasi multikolinieritas dan heteroskedastisitas tetap dapat memengaruhi stabilitas estimasi. Implikasi dari temuan ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh interaksi kompleks antar variabel keuangan dan struktur kepemilikan, sehingga investor dan manajemen perlu mempertimbangkan konteks internal dan eksternal perusahaan secara menyeluruh dalam pengambilan keputusan dividen.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh karakteristik keuangan serta peran kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi terhadap kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2010–2021. Berdasarkan hasil analisis menggunakan pendekatan Moderated Regression Analysis (MRA), disimpulkan bahwa:

1. Profitabilitas, *leverage*, dan arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen, sementara likuiditas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan.
2. Kepemilikan institusional hanya memoderasi secara signifikan hubungan antara likuiditas dan ukuran perusahaan terhadap dividen, namun tidak signifikan dalam memoderasi hubungan antara profitabilitas, *leverage*, dan arus kas bebas dengan dividen.

Temuan ini mendukung teori keagenan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi tidak hanya oleh kinerja keuangan, tetapi juga oleh efektivitas tata kelola dan mekanisme pengawasan eksternal. Penelitian ini membuka peluang bagi kajian lanjutan dengan melibatkan variabel seperti siklus hidup perusahaan, kebutuhan investasi, serta struktur kepemilikan lainnya guna memperluas pemahaman terhadap faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen dalam berbagai konteks industri dan kepemilikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adiputra, I. G. (2021). The influence of profitability and financial leverage on dividend policy: An evidence from manufacturing industrial companies in Indonesia. *International Conference on Economics, Business, Social, and Humanities (ICEBSH 2021)*, Jakarta, Indonesia. <https://doi.org/10.2991/assehr.k.210805.211>
- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2015). Determinants of dividend policy: Evidence from Portugal. *Revista Brasileira de Gestão e Negócios (Review of Business Management)*, 17(54), 701–719. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i54.1943>
- Amilahaq, F. (2019). Dividend determinants of Indonesian Sharia stocks list (Case study for the period of 2009–2017). *Indicators: Journal of Economic and Business*, 1(2), 86–98. <https://doi.org/10.47729/indicators.v1i2.30>
- Anggrainy, M., Gusnardi, G., & Indrawati, N. (2023). Pengaruh cash ratio, debt to equity ratio, return on asset dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen dengan risiko bisnis sebagai variabel moderating (Studi pada perusahaan Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia tahun 2016–2020). *Jurnal Daya Saing*, 9(3), 555–564. <https://doi.org/10.35446/dayasaing.v9i3.1365>
-

-
- Asif, A., Rasool, W., & Kamal, Y. (2018). Impact of financial leverage on dividend policy: Empirical evidence from Karachi Stock Exchange-listed companies. *International Journal of Accounting, Auditing and Taxation*, 5(2), 1–13.
- Asiri, F. M., Sutrisno, & Andayani, W. (2018). The influence of ownership structure and company characteristics on dividend policy with sales growth as moderation variable. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 15(5), 252–260.
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5>
- Basri, H. (2019). Assessing determinants of dividend policy of the government-owned companies in Indonesia. *International Journal of Law and Management*, 61(5/6), 530–541. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-09-2017-0215>
- Bataineh, H. (2021). The impact of ownership structure on dividend policy of listed firms in Jordan. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1863175. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1863175>
- Cao, L., Du, Y., & Hansen, J. Ø. (2017). Foreign institutional investors and dividend policy: Evidence from China. *International Business Review*, 26(5), 816–827. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.02.001>
- Chandra, K., Sadalia, I., & Siburian, R. (2017). The effect of capital structure, profitability and dividend policy on intrinsic value of firm. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(14), 1–9.
- Chang, K., Kang, E., & Li, Y. (2016). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis. *Journal of Business Research*, 69(7), 2551–2559. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.10.088>
- Chaudhary, P. (2022). Agency costs, board structure and institutional investors: Case of India. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 44–58. <https://doi.org/10.1108/AJAR-12-2020-0130>
- Christopher, G., & Chalid, D. A. (2019). Institutional investors and firms' cash dividend payments: Evidence from non-financial firms in Indonesia. *Jurnal Pengurusan*, 57, 115–124. <https://doi.org/10.17576/pengurusan-2019-57-08>
- Crane, A. D., Michenaud, S., & Weston, J. P. (2016). The effect of institutional ownership on payout policy: Evidence from index thresholds. *Review of Financial Studies*, 29(6), 1377–1408. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw012>
- d'Udekem, B. (2021). Agency conflicts and dividend persistence. *Journal of Financial Services Research*, 60(2–3), 207–234. <https://doi.org/10.1007/s10693-021-00348-x>
- Dąbrowska, J. F., Mądra-Sawicka, M., & Ulrichs, M. (2020). Determinants of dividend payout decisions – The case of publicly quoted food industry enterprises operating in emerging markets. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33(1), 1108–1129. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1631201>
- 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>
- Disatnik, D., & Sivan, L. (2016). The multicollinearity illusion in moderated regression analysis. *Marketing Letters*, 27(2), 403–408. <https://doi.org/10.1007/s11002-014-9339-5>
- Fajdy, M., & Mai, M. (2022). The effect of corporate governance on dividend policy and firm size as moderating in Jakarta Islamic Index. In *Proceedings of the 4th International Conference on Economics, Business and Economic Education Science (ICE-BEES 2021), 27-28 July 2021, Semarang, Indonesia*. <https://doi.org/10.4108/eai.27-7-2021.2316922>
- Fitriyani, U. N., & Khafid, M. (2019). Profitability moderates the effects of institutional ownership, dividend policy and free cash flow on debt policy. *Unpublished manuscript*.
- Fooladi, M., & Farhadi, M. (2019). The effect of institutional investors on dividend payout. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 3(4). <https://doi.org/10.22067/ijaaf.2019.39254>
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of managerial finance* (14th ed.). Pearson.
-

- Gunawan, K. E., Murhadi, W. R., & Herlambang, A. (2019). The effect of good corporate governance on dividend policy. In *Proceedings of the 16th International Symposium on Management (INSYMA 2019), Manado, Indonesia*. <https://doi.org/10.2991/insyma-19.2019.15>
- Handayani, T., Widiyanti, H., Sulistyawati, D. R., & Andini, R. (2023). Literature review: Dividend policy, agency theory and corporate governance. In Y. Priatna Sari, I. Indrayanti, & M. T. Qurohman (Eds.), *Proceedings of the Tegal International Conference on Applied Social Science & Humanities (TICASSH 2022)* (pp. 117–123). Atlantis Press SARL. https://doi.org/10.2991/978-2-494069-09-1_16
- Hariem, A. (2021). Profitability and leverage as determinants of dividend policy: Evidence of Turkish financial firms. *Eurasian Journal of Management & Social Sciences*, 2(3). <https://doi.org/10.23918/ejmss.V2i3p15>
- Hasan, M., Ahmad, M. I., Rafiq, M. Y., & Rehman, R. U. (2015). Dividend payout ratio and firm's profitability: Evidence from Pakistan. *Theoretical Economics Letters*, 5(3), 441–445. <https://doi.org/10.4236/tel.2015.53051>
- Hasnawati, S. (2021). Life cycle theory of dividend: A review literature. In *Proceedings of the First International Conference of Economics, Business & Entrepreneurship (ICEBE 2020), 1st October 2020, Tangerang, Indonesia*. <https://doi.org/10.4108/eai.1-10-2020.2304742>
- Hirst, S., Bebchuk, L. A., & Cohen, A. (2017). The agency problems of institutional investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 89–112. <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89>
- Hussain, A., & Akbar, M. (2022). Dividend policy and earnings management: Do agency problem and financing constraints matter? *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 839–853. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.05.003>
- Irsutami, I., & Fortuna, D. (2023). The effect of institutional ownership, free cash flow (FCF), and profitability on dividend policy on registered basic and chemical manufacturing companies on the Indonesia Stock Exchange. In *Proceedings of the 4th International Conference on Applied Economics and Social Science, ICAESS 2022, 5 October 2022, Batam, Riau Islands, Indonesia* (pp. [page numbers if available]). <https://doi.org/10.4108/eai.5-10-2022.2325890>
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283–298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>
- Jacob, C., & Lukose, J. P. J. (2018). Institutional ownership and dividend payout in emerging markets: Evidence from India. *Journal of Emerging Market Finance*, 17(1_suppl), S54–S82. <https://doi.org/10.1177/0972652717751538>
- Januarsari, Y., & Sanusi, F. (2024). Profitability and dividend policy: How does free cash flow explain this relationship? *Jurnal Siasat Bisnis*, 28(1), 56–70. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol28.iss1.art4>
- Jory, S. R., Ngo, T., & Sakaki, H. (2017). Institutional ownership stability and dividend payout policy. *Managerial Finance*, 43(10), 1170–1188. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2016-0272>
- Juhandi, N., Fahlevi, M., Abdi, M. N., & Noviantoro, R. (2019). Liquidity, firm size and dividend policy to the value of the firm (Study in manufacturing sector companies listed on Indonesia Stock Exchange). In *Proceedings of the 2019 International Conference on Organizational Innovation (ICOI 2019)*, Ulsan, South Korea. <https://doi.org/10.2991/icoi-19.2019.53>
- Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015). Determinants of dividend policy: Evidence from Polish listed companies. *Procedia Economics and Finance*, 23, 473–477. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00490-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00490-6)
- Khoiro, E. E. U., Suhadak, S., & Handayani, S. R. (2016). The influence of capital structure and firm size on profitability and dividend policy (An empirical study at property and real estate sector listed in Indonesia Stock Exchange during the periods of 2009–2012). *Profit: Jurnal Administrasi Bisnis*, 10(2), 1–10. <https://doi.org/10.21776/ub.profit.2016.010.02.1>
- Lewellen, J., & Lewellen, K. (2021). Institutional investors and corporate governance: The incentive to be engaged. *The Journal of Finance*, 77(1), 213–264. <https://doi.org/10.1111/jofi.13085>
-

-
- Louziri, R., & Oubal, K. (2022). Determinants of dividend policy: The case of the Casablanca Stock Exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 548. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120548>
- Lumapow, L. S., & Tumiwa, R. A. F. (2017). The effect of dividend policy, firm size, and productivity to the firm value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(22), 20–24.
- Margono, F. P., & Gantino, R. (2021). Influence of firm size, leverage, profitability, and dividend policy on firm value of companies in Indonesia Stock Exchange. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 10(2), 45–61. <https://doi.org/10.12775/CJFA.2021.007>
- Martono, S., Yulianto, A., Witiastuti, R. S., & Wijaya, A. P. (2020). The role of institutional ownership and industry characteristics on the propensity to pay dividend: An insight from company open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(3), 74. <https://doi.org/10.3390/joitmc6030074>
- Maznorbalia, A. S., Awalluddin, M. A., & Ayob, A. H. Y. (2023). Exploring the role of institutional investors in voting, monitoring and dialogue engagement in mitigating agency conflict in Malaysia's public listed companies. *Humanities and Social Sciences Communications*, 10(1), 141. <https://doi.org/10.1057/s41599-023-01631-z>
- Mirchandani, B., & Tellez, V. (2020, July 8). *The role of long-term institutional investors in activism*. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/07/08/the-role-of-long-term-institutional-investors-in-activism/>
- Mughal, S. U., & Muddasir, M. (2023). Reviewing the relationship between dividend and free cash flow of non-financial firms of KSE 100. *International Econometric Review*, 14(4), 107–123. <https://doi.org/10.33818/ier.1227924>
- Muharramah, U., Kufepaksi, M., & Hendrawaty, E. (2020). Dividend policy of agency cost models in companies listed on the Indonesia Stock Exchange. In *The Future Opportunities and Challenges of Business in Digital Era 4.0* (1st ed., pp. 280–283). <https://doi.org/10.1201/9780367853778-72>
- Mulyani, E., Singh, H., & Mishra, S. (2016). Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 43, 16–29. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.03.004>
- Muzakki, M. R., & Gandakusuma, I. (2023). Impacts of free cash flow and agency cost on firm performance. *Wiga: Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, 13(2), 282–295. <https://doi.org/10.30741/wiga.v13i2.1134>
- Nathani, N., & Gangil, R. (2019). Determinants of dividend policy in Indian companies: A panel data analysis. In *Proceedings of 10th International Conference on Digital Strategies for Organizational Success* (p. 18). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3308721>
- Nurhikmawaty, D., Isnurhadi, & Widiyanti, M. (2020). The effect of debt to equity ratio and return on equity on stock return with dividend policy as intervening variables in subsectors property and real estate on BEI. *Open Journal of Business and Management*, 8(5), 2148–2161. <https://doi.org/10.4236/ojbm.2020.85131>
- Pahi, D., & Yadav, I. S. (2018). Role of corporate governance in determining dividend policy: Panel evidence from India. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 9(3), 111–115. <https://doi.org/10.18178/ijtef.2018.9.3.598>
- Paviththira, R. (2015). Impact of dividend policy on corporate profitability: Evidence from listed beverage food and tobacco companies on Colombo Stock Exchange (CSE) in Sri Lanka. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2699718>
- Pradhan, R. S., & Shrestha, S. (2017). Leverage, dividend policy, profitability and market value relationships: A case of Nepalese commercial banks. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3044011>
- Puspita, S. (2024). The influence of institutional ownership and debt policy on dividend policy and profitability as a moderation variable. *JEMBA: Jurnal Ekonomi Pembangunan, Manajemen & Bisnis, Akuntansi*, 4(1), 35–49. <https://doi.org/10.52300/jemba.v4i1.11105>
-

-
- Putri, D. A. K., & Azzahra, K. (2022). The effect of free cash flow, investment opportunity set and institutional ownership on dividend policy. *MARGINAL: Journal of Management, Accounting, General Finance and International Economic Issues*, 1(4), 155–168. <https://doi.org/10.55047/marginal.v1i4.312>
- Rahayu, D., & Rusliati, E. (2019). Kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. *JRAK*, 11(1), 41–47. <https://doi.org/10.23969/jrak.v11i1.1870>
- Rahmawati, I. R. (2024). The effect of profitability, leverage, and free cash flow on dividend policy (empirical study on consumer goods company listed on Indonesia Stock Exchange). *Jurnal Kajian Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi UNTAN (KIAFE)*, 2(1), 29–43.
- Religi, S., & Purwanti, D. (2017). Analisis perbandingan pengaruh modal dan tenaga kerja terhadap pertumbuhan ekonomi antar tipe klasifikasi kabupaten/kota. *Jurnal Aplikasi Statistika & Komputasi Statistik*, 9(2), 66–77.
- Reyna, S. M., & Manuel, J. (2017). Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context. *Contaduría y Administración*, 62(4), 1199–1213. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.12.006>
- Rifqi, A., E., & Situmeang, C. (2024). The influence of managerial ownership, institutional ownership, profitability, and leverage on dividend policy with liquidity as a moderation variable in manufactured companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2014–2021. *International Journal of Research and Review*, 11(1), 243–253. <https://doi.org/10.52403/ijrr.20240126>
- Rochmah, H. N., & Ardianto, A. (2020). Catering dividend: Dividend premium and free cash flow on dividend policy. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1812927. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1812927>
- Sadiyah, H., & Hermawan, A. (2023). Profitability, liquidity, company size to dividend policy. *Jurnal Ekonomi*, 12(4), 405–414.
- Salman, A. (2019). Determinants of dividend policy. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(1), 167–177. [https://doi.org/10.21511/imfi.16\(1\).2019.13](https://doi.org/10.21511/imfi.16(1).2019.13)
- Sari, A. M. I. (2022). Pengaruh debt covenant, ukuran perusahaan, dan bonus plan terhadap konservatisme akuntansi dengan kepemilikan institusional sebagai variabel moderasi. *Jurnal Ilmiah*, 20(2). (Journal name needs clarification for proper formatting.)
- Sari, B. R., & Djajanti, A. (2021). The factors affecting dividend policy of manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Aplikasi Bisnis dan Manajemen*, 7(3), 592–601. <https://doi.org/10.17358/jabm.7.3.592>
- Sari, T. R., Primasari, D., & Nur Farida, Y. (2023). The effect of profitability, company size, leverage, liquidity, and free cash flow on dividend policy. *Keynesia: International Journal of Economy and Business*, 2(1), 22–34. <https://doi.org/10.55904/keynesia.v2i1.668>
- Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8(2), 105–122. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00030-X](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00030-X)
- Sitorus, Y. M., & Yuliana, L. (2018). Penerapan regresi data panel pada analisis pengaruh infrastruktur terhadap produktifitas ekonomi provinsi-provinsi di luar Pulau Jawa tahun 2010–2014. *Media Statistika*, 11(1), 1–15. <https://doi.org/10.14710/medstat.11.1.1-15>
- Sofia, A. (2022). How good corporate governance (GCG) with different indicators in affecting corporate values: Are the results same? *Baltic Journal of Law & Politics*, 15(1), 1011–1025. <https://doi.org/10.2478/bjlp-2022-00065>
- Stereńczak, S., & Kubiak, J. (2022). Dividend policy and stock liquidity: Lessons from Central and Eastern Europe. *Research in International Business and Finance*, 62, 101727. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101727>
- Sukendri, W., & Setiadi, P. B. (2023). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan inisiasi dividen perusahaan di Indonesia. *Cakrawala Repositori IMWI*, 6(2), 1285–1296. <https://doi.org/10.52851/cakrawala.v6i2.301>
-

-
- Sulhan, M., & Herliana, T. Y. (2019). The effect of liquidity and profitability to dividend policy with asset growth as moderating variable (Study on property sector, real estate and building construction listed on Indonesia Stock Exchange). In *Proceedings of the 2018 International Conference on Islamic Economics and Business (ICONIES 2018)* (pp. 18–24). Kota Malang, Indonesia. <https://doi.org/10.2991/iconies-18.2019.4>
- Sunaryo, D. (2022). Importance of liquidity indicators in intervening the dividend policy. *Ilomata International Journal of Tax and Accounting*, 3(3), 272–289. <https://doi.org/10.52728/ijtc.v3i3.504>
- Szudejko, M. (2018). The agency problems of institutional investors. *CFA Digest*, 48(1), dig.v48.n1.1. <https://doi.org/10.2469/dig.v48.n1.1>
- Tamrin, M., Mus, H. R., & Arfah, A. (2017). Effect of profitability and dividend policy on corporate governance and firm value: Evidence from the Indonesian manufacturing sectors. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 19(10), 66–74.
- Taufik, T. S., & Malinda, S. (2024). Determinants of dividend policy: A case of the property and real estate sector. *KnE Social Sciences*. <https://doi.org/10.18502/kss.v9i14.16123>
- Theiri, S., Ben Hamad, S., & Ben Amor, M. (2023). Dividend policy and crisis: Exploring the interplay between performance and financial constraints in the French context. *Heliyon*, 9(10), e20586. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e20586>
- Tumiwa, R. A. F., & Mamuaya, N. C. (2019). The determinants of dividend policy and their implications for stock prices on manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange. In *3rd International Conference on Economics, Education, Business and Accounting* (Vol. 3, No. 11, pp. 778–793). <https://doi.org/10.18502/kss.v3i11.4050>
- Umam, D. C., & Halimah, I. (2021). The influence of institutional ownership, independent commissioners, dividend policy, debt policy, and firm size on firm value. *Priviet Social Sciences Journal*, 1(2), 20–28. <https://doi.org/10.55942/pssj.v1i2.98>
- Vito, N., & Mahroji, M. (2024). Pengaruh kapasitas dividen, pembayaran dividen, free cash flow savings, tingkat hutang, dewan direksi terhadap kinerja keuangan. *Journal of Economic, Business and Accounting (COSTING)*, 7(4), 7090–7103. <https://doi.org/10.31539/costing.v7i4.8882>
- Vo, X. V. (2022). Can liquidity explain dividends? *Cogent Business & Management*, 9(1), 2018906. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.2018906>
- Wahjudi, E. (2019). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*, 39(1), 4–17. <https://doi.org/10.1108/JMD-07-2018-0211>
- Widyasti, I. G. A. V., & Putri, I. G. A. M. A. D. (2021). The effect of profitability, liquidity, leverage, free cash flow, and good corporate governance on dividend policies (Empirical study on manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange 2017–2019). *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 5(1), 269–278.
- Witanto, H., & Lesmana, D. (2023). The impact of firm size, managerial ownership and collateralizable asset on dividend policy in index LQ45 companies. *Jurnal Informasi Akuntansi (JIA)*, 2(1), 84–93. <https://doi.org/10.32524/jia.v2i1.835>
- Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0030>
- Zaher, L. J., Rad, R. H., & Ebrahimi, E. (2017). The moderating effect of institutional ownership on the relationship between information asymmetry and dividend policy in Tehran Stock Exchange. *Revista Publicando*, 5(14), 40–58.
- Zainudin, T. M., Hamdani, H. L., & Aisyah, H. S. (2021). The effect of liquidity and leverage on dividend policy with a set of investment opportunities as moderation variables on LQ-45 companies on the Indonesia Stock Exchange for the period 2015–2019. *International Journal of Social Science Research and Review*, 4(5), 84–95. <https://doi.org/10.47814/ijssrr.v4i4.103>
-

Zultisna, D., Kristanti, F. T., & Suriati, S. (2023). Pengaruh leverage, liquidity, firm size dan institutional ownership terhadap dividend policy. *EKOMBIS REVIEW: Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis*, 11(1). <https://doi.org/10.37676/ekombis.v11i1.2898>



© 2025 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY SA) license (<https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>).