

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

Pengaruh *Free Cash Flow* Dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi
(Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)

Much. Maftuhul Fahmi¹, Muhammad Sulhan²
Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang

maftuhulfahmi29@gmail.com

ABSTRACT

Dividend is one determinant factor level of shareholder. In determining dividend policy, the average company uses the free cash flow. On the other hand, when a company does not distribute dividends in that year, it is likely that the company will choose the long-term investment option in the form of investment opportunity set. Agency conflicts that arise between shareholders and managers to determine dividend policy can be overcome by increasing the level of company ownership. One of them is to increase the level of institutional ownership. The purpose of this study is to determine the effect of free cash flow and investment opportunity set on dividend policy with institutional ownership as a moderating variable. This research uses descriptive quantitative method. The object of this research is manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange and which distributed dividends in a row from 2014 to 2018. The sampling method used in this study was the purposive sampling method and the resulting sample of this research were 24 companies. The data analysis of this research was processed using the method Moderate Regression Analysis (MRA) with the help of SPSS software. The results showed that free cash flow had a significant positive effect on dividend policy. In addition, the investment opportunity set variable has a significant negative effect on dividend policy. While the level of corporate institutional ownership is not significant in moderating the relationship between the free cash flow variable and the investment opportunity set partially on dividend policy. Nevertheless, institutional ownership variables can have a strengthening effect in partially affecting the variable free cash flow and investment opportunity set on dividend policy.

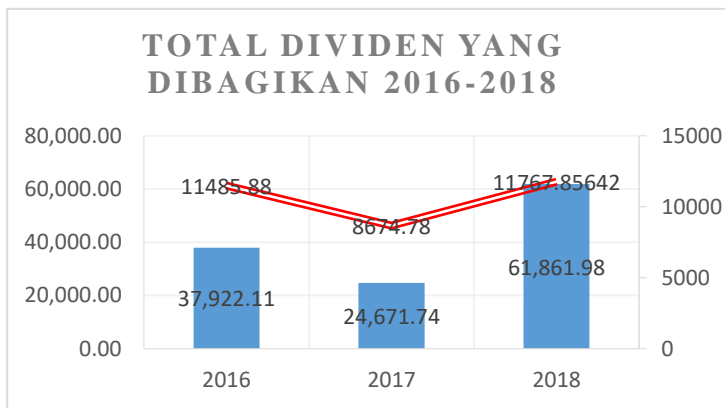
Keywords: *Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dividend Policy, Institutional Ownership, Manufacturing Industry.*

PENDAHULUAN

Optimalisasi kebijakan dividen sendiri didorong kuat oleh langkah dan kebijakan pihak manajemen perusahaan. Tujuannya adalah agar terciptanya keseimbangan antara pembagian dividen periode ini dengan periode berikutnya. Dengan demikian, perusahaan tentunya memperhatikan faktor-faktor kunci yang dapat memengaruhi kebijakan dividen perusahaannya. Gumanti (2013:64) berpendapat bahwa pembagian dividen dapat menjadi sinyal positif bagi keberlangsungan suatu perusahaan.

Wiagustini (2013) menambahkan bahwa pembagian dividen juga dapat menggambarkan kinerja dari sebuah perusahaan. Selain itu dari sisi investor, dividen (Azhagiaah dan Priya, 2008) merupakan salah satu hal yang diharapkan investor, karena dapat menjadi faktor determinan tingkat kekayaan pemegang saham (*shareholder*). Oleh karenanya, pembagian dividen menjadi salah satu hal penting yang sangat diharapkan seorang investor.

Gambar 1
Total Dividen Yang Dibagikan Selama Periode 2016-2018



Sumber: Data Diolah (2020)

Pembagian dividen tiap tahunnya selalu diumumkan dan dipublikasikan secara berkala. Gambar 1.1 dengan batang biru menggambarkan semenjak tahun 2016 hingga 2018, pembagian total dividen per lembarnya pada seluruh emiten Bursa Efek Indonesia (BEI) mengalami fluktuasi. Sedangkan pada sektor manufaktur, total pembagian dividen juga mengalami fluktuasi dari tahun 2016 hingga 2018. Gambar pada sektor manufaktur bisa dilihat dari pergerakan garis merah pada gambar 1.1. Fluktuasi angka yang ditunjukkan gambar 1.1 beserta deskripsinya dapat dilihat secara eksplisit bahwa pembagian dividen di sektor manufaktur menunjukkan keserasian dengan fluktuasi total dividen di seluruh emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun dari 2016 hingga 2018.

Statistik IDX (*Indonesia Stock Exchange*) menghitung ada 606 emiten yang telah terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) per Desember 2018. (Bursa Efek Indonesia, 2018) Dari total 606 perusahaan yang listed di BEI tersebut, tercatat 160 perusahaan yang bergerak di industri manufaktur. Artinya, 24.75% dari jumlah emiten Bursa Efek Indonesia berisi emiten dari sektor manufaktur. Selain itu, Kementerian Perindustrian (Siaran Pers Kementerian Perindustrian, 2019) mencatat bahwa industri manufaktur berkontribusi sebesar 20% terhadap laju Pertumbuhan Domestik Bruto

(PDB) nasional semenjak 2014-2019. Besarnya jumlah emiten manufaktur dan segala kontribusinya menjadi alasan peneliti untuk menetapkan industri sektor manufaktur sebagai objek penelitian.

Salah satu faktor pengaruh kebijakan dividen adalah aliran arus kas bebas (*free cash flow*). Menurut Lee (1983) arus kas menggambarkan kondisi dan kinerja keuangan sebuah perusahaan. Hal ini juga sebagaimana penemuan dalam penelitian Andres, et al. (2009) yang memaparkan fakta bahwa rata-rata emiten di Jerman menggunakan basis arus kas dalam memutuskan kebijakan dividennya. Dewasiri, et al. (2019) mengategorikan *free cash flow* (arus kas bebas) sebagai salah satu determinan dalam menentukan kebijakan dividen. Adapun penelitian mengenai *free cash flow* di Indonesia, Suartawan dan Yasa (2016) dan Devi (2019) menemukan adanya hubungan signifikan positif *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Iryuliawati (2013) mengemukakan bahwa *free cash flow* berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Bahkan dalam penelitian Andriyanti dan Wirakusuma (2014), *free cash flow* berpengaruh kurang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kemudian faktor selanjutnya yang banyak memengaruhi kebijakan dividen sebuah emiten adalah *investment opportunity set* (IOS) atau kesempatan investasi. IOS

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

sendiri merupakan tingginya peluang atau kesempatan investasi pada perusahaan tertentu. (Hartono, 2003) Tingginya IOS suatu perusahaan akan selaras dengan peluang investasinya dalam bentuk aset jangka panjang dalam perusahaan. (Ngurah dan Gayatri, 2018) Selain itu, tingginya peluang investasi yang *profitable* (menguntungkan) sebuah perusahaan kontradiksi dengan rasio pembayaran perusahaan. Artinya tingginya peluang set investasi sebuah emiten perusahaan tentu cenderung dapat meminimalisir pembayaran dividen tunai. Beberapa hasil penelitian menunjukkan hasil yang berbeda dalam menilai hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen. Mawarni dan Ratnadi (2014), Hussain dan Usman (2013), Natalia (2013), dan Yudiana dan Yadnyana (2016) mengemukakan bahwa ada hubungan interaksional negatif antara IOS dan kebijakan dividen. Lebih dari itu, Pradana dan Sanjaya (2017), Farisah (2015), dan Tarwiyah (2018) mengemukakan fakta bahwa tidak ditemukan hubungan antara IOS dan kebijakan dividen. Sedangkan, Suartawan dan Yasa (2016) dan Anam, dkk (2016) menunjukkan bahwa IOS berpengaruh signifikan positif terhadap dividen tunai.

Selain kedua faktor di atas, kebijakan dividen sering terkait langsung dengan konflik keagenan (*agency problem*). (Putri dan Nasir, 2006) Untuk mengatasi masalah tersebut, peningkatan kepemilikan institusional dapat meminimalisir konflik agensi tersebut. Langkah ini cenderung berangkat dari sebuah asumsi bahwa perusahaan atau institusi dengan jumlah kepemilikan saham yang lebih besar dapat menentukan keputusan suatu perusahaan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Buchdadi, et al, 2019). Selain itu, tingginya rata-rata angka kepemilikan institusional selama 3 tahun (2016-2018) yang berada di kisaran 60% ke atas (data diolah, 2020) menjadikan peneliti tertarik untuk mengulas kekuatan moderasi variabel tersebut.

Beberapa penelitian telah mengkaji hubungan antara kepemilikan institusional

dengan kebijakan dividen. Abdelsalam, et al. (2008) mengemukakan bahwa *Good Corporate Governance* (GCG) yang diproksikan melalui kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, kinerja perusahaan, dan pembayaran dividen. Senada dengan Abdelsalam (2008), Kurniawati, et al. (2015) Firth, et al (2016), dan Sumartha (2016), dan Sutanto (2017) menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa ada hubungan signifikan positif antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen. Bertolak belakang dari ketiga penelitian di atas, Ridho (2014), Sari dan Budiasih (2016), dan Wongso (2013) tidak menemukan hubungan yang signifikan antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Bahkan Cahyani dan Adi (2014) menemukan bahwa ada pengaruh signifikan negatif yang terjadi antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen.

Penelitian ini banyak terinspirasi dari penelitian Dewasiri (2019) yang meneliti tentang faktor-faktor determinan dari kebijakan dividen perusahaan. Namun dalam penelitian ini, peneliti menempatkan variabel aliran kas bebas (*free cash flow*) dan set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) sebagai variabel independen dan variabel kebijakan dividen sebagai variabel dependen dengan menyertakan variabel kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi. Variabel kepemilikan institusional sebagai pemoderasi merupakan kebaruan yang ditawarkan dalam penelitian ini. Kemudian peneliti mengambil objek dari semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 5 tahun, terhitung dari tahun 2014 hingga 2018. Teknik pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*, dengan menerapkan kriteria perusahaan yang mengeluarkan dividen pada 5 tahun tersebut. Dengan demikian, jumlah sampel pada penelitian ini terhitung sebanyak 120 data dari 24 perusahaan dengan rentang waktu 5 tahun.

Berkaca dari berbagai ulasan penelitian terdahulu yang masih banyak dijumpai inkonsistensi hasil, maka peneliti

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

ingin melakukan kajian ulang terhadap variabel *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen perusahaan dengan dimoderasi oleh kepemilikan manajerial dan institusional. Oleh karenanya, penelitian ini akan diberi judul “Pengaruh *Free Cash Flow* Dan

Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018)”.

KAJIAN PUSTAKA

Kajian Pustaka Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang diambil oleh manajer untuk menentukan besaran laba bersih yang didistribusikan kepada para *shareholder* atau investor dan sekaligus menentukan laba ditahan (*retained earning*) untuk dialokasikan sebagai dana investasi. (Mardiyanto, 2009:4) Martono dan Harjito (2010) mengemukakan bahwa kebijakan dividen lebih kepada keputusan untuk mendistribusikan laba bersih sebagai dividen atau menahannya untuk dialokasikan sebagai dana investasi. Sedangkan Sartono (2010) mendefinisikan kebijakan dividen sebagai ketersediaan atas kesempatan investasi, alternatif pembiayaan terhadap modal, dan kecenderungan investor untuk menerima pendapatan sekarang atau tidak. Sudana (2011:27) menautkan kebijakan dividen dengan besaran *Dividen Payout Ratio* (DPR), yaitu besaran rasio laba bersih per lembar saham yang dibandingkan dengan laba per lembar saham.

Teori Sinyal (*Signalling Theory*) dan Teori Agensi (*Agency Theory*)

Signalling Theory adalah salah satu teori yang membahas tentang kebijakan dividen. Modigliani dan Miller (1961) mengemukakan melalui teori ini bahwa kenaikan dividen dapat mengirimkan sinyal positif kepada para investor. Kajian teori signal muncul akibat asimetri informasi antara pihak *shareholders* (pemegang saham) dan manajer perusahaan. (Halim, 2013) Asimetri informasi sendiri adalah ketidakseimbangan informasi yang diakibatkan oleh informasi yang tidak terdistribusi secara merata kepada para *stakeholder* perusahaan. Informasi tersebut

seringkali banyak dimiliki oleh pihak manajer perusahaan dibandingkan para pemegang saham (investor). Asimetri informasi antara pihak manajemen dan investor mengindikasikan secara kuat bahwa pembayaran dividen tunai mengirimkan sinyal kuat terhadap kondisi perusahaan pada saat sekarang dan di masa mendatang. (Sjahrial, 2007:311) Dengan kata lain, kondisi perusahaan yang baik di masa mendatang dapat diamati melalui kenaikan pembayaran dividen tunai. Begitu pula sebaliknya, jika pembayaran dividen mengalami penurunan, maka perusahaan sedang mengalami masalah di saat ini dan masa mendatang.

Teori Agensi mendasarkan konsepnya pada relasi antara para pemegang saham sebagai pihak *principal* dan pihak manajemen sebagai *agent*. Dalam konsepsi teori ini, pihak manajemen memiliki sebuah tanggung jawab untuk mengelola perusahaan dengan mendasarkan pada kepentingan para pemegang saham. Kepentingan tersebut tentu untuk meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. (Siagian, 2011:10) Darmawati, dkk (2015) menyimpulkan bahwa substansi dari teori ini adalah pemisahan peran antara *principal* dan *agent*. Pemisahan ini membawa sebuah misi agar pengelolaan sebuah perusahaan dapat berjalan secara efektif dan efisien. Namun di sisi lain, terdapat beberapa masalah yang sering disebabkan oleh tingginya kepentingan para manajer dan cenderung mengakhiri kepentingan para pemegang saham. Akibatnya, beberapa problem dalam perusahaan dipicu keberadaannya sebab perbedaan kepentingan antara keduanya. Walhasil, beberapa perusahaan sering mengalokasikan biaya agensi (*agency cost*) untuk meminimalisir konflik tersebut.

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

Free Cash Flow

Arus kas terdiri dari dua jenis komponen, yaitu arus kas masuk dan arus kas keluar. Arus kas yang dikurangi dari seluruh kebutuhan operasional, modal kerja, dan kebutuhan investasi jangka panjang dalam bentuk aset tetap dinamakan arus kas bebas (*free cash flow*). Arus Kas Bebas Perusahaan sendiri biasanya didistribusikan kepada seluruh pemegang saham dan kreditur. Arus Kas Bebas Perusahaan adalah total arus kas bebas yang telah dikurangi pembiayaan pinjaman. (Sasongko, 2012) Brigham (2010:109) mengatakan bahwa arus kas bebas adalah arus kas yang dialokasikan untuk investor (pemegang saham dan kreditur) setelah dikurangi biaya investasi aset tetap, modal kerja, dan inovasi produk baru. Sedangkan menurut Penman (dalam Surya, 2010) mendefinisikan arus kas bebas sebagai total arus kas operasi perusahaan yang telah dikurangi biaya re-investasi perusahaan pada aset lain. Lain lagi dengan Kalapur (dalam Surya, 2010), arus kas didefinisikan sebagai arus kas yang didapatkan dari operasi perusahaan yang tidak digunakan untuk pendanaan proyek-proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif.

Perusahaan-perusahaan yang memiliki arus kas bebas cenderung mendapatkan tekanan dari pemegang saham untuk membagikan dividen. Besaran aliran kas bebas yang didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen menjadi sebuah indikator bahwa manajer menempatkan kepentingan pemegang saham sebagai sebuah prioritas. (Jensen, 1986) Mengenai manfaatnya sendiri, Brigham (dalam Surya, 2010) menuturkan ada lima manfaat arus kas bebas: a) membayar biaya pinjaman beserta bunganya pada kreditur, b) mendistribusikan dividen kepada pemegang saham, c) membeli kembali (*buy back*) saham dari pemegang saham, dan d) membeli surat berharga dan aset non-operasional lainnya.

Investment Opportunity Set

Investment opportunity set (IOS) digagas oleh Myers (1977) dengan sebuah konsep bahwa nilai perusahaan merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki

perusahaan (*asset in place*) dengan opsi investasi (*investment options*) di masa mendatang. Opsi investasi adalah sebuah kesempatan bagi perusahaan untuk terus berkembang, meski perusahaan tidak dapat melaksanakan semua kesempatan investasi secara maksimal. Perusahaan yang tidak dapat memaksimalkan kesempatan investasi cenderung memiliki pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan hilangnya nilai kesempatan. (Astriani, 2014:4)

Nilai *Investment opportunity set* (IOS) sendiri menurut Kole (dalam Norpratiwi, 2004:6) ditentukan oleh pengeluaran-pengeluaran pada masa mendatang (*future discretionary expenditure*) yang menjadi opsi investasi pada saat ini. Tentunya, opsi investasi tersebut dapat menjadi *lambung return* yang lebih tinggi bagi sebuah perusahaan. Secara ringkas, IOS merupakan sejumlah dana yang dialokasikan untuk investasi bagi perusahaan dengan harapan pengembalian *return* yang lebih tinggi di masa mendatang. (Astriani, 2014:9)

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai kepemilikan saham yang dikuasai oleh institusi-institusi, seperti perusahaan investasi, perusahaan perseroan (PT), lembaga yayasan, bank, dan institusi lainnya. Institusi yang erat dengan sumber daya internal yang lebih besar dibandingkan kekayaan pemegang saham secara pribadi acapkali dapat menguasai mayoritas saham perusahaan. Dengan demikian, pihak institusional dapat lebih melakukan fungsi monitoring lebih besar daripada pemegang saham lain. Jensen dan Meckling (1976:96) melalui teori keagenan mengungkapkan bahwa untuk mengurangi biaya agensi, perusahaan dapat meningkatkan kepemilikan institusional. Tujuannya adalah untuk mengurangi biaya dalam ihwal pengawasan agen terhadap kinerja pihak manajemen. Namun, kepemilikan institusional yang tinggi akan mengurangi jumlah kepemilikan manajerial dan sekaligus menggeser posisi pengendali biaya agensi kepada pihak institusional. (Suranta dan Machfoedz, 2003:215) Peningkatan besaran kepemilikan institusional cenderung mencegah

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

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

Penyusunan Hipotesis

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

Menurut Brealey, et al. (2006) *free cash flow* adalah kas yang tidak dioperasikan atau tidak diinvestasikan ulang oleh perusahaan. Strategi peningkatan arus kas juga dapat menekan konflik keagenan yang muncul akibat kekhawatiran kedua belah pihak, baik antara pemegang saham dan manajer sendiri. Selanjutnya, kenaikan arus kas bebas tersebut dapat didistribusikan dalam bentuk dividen agar menekan konflik tersebut. (Sutanto, et al., 2017) Hal ini juga sebagaimana penemuan dalam penelitian Andres, et al. (2009) yang mengemukakan fakta bahwa rata-rata perusahaan di Jerman menggunakan basis arus kas dalam memutuskan kebijakan dividen perusahaannya. Dewasiri, et al. (2019) memasukkan *free cash flow* (arus kas bebas) sebagai salah satu determinan dalam menentukan kebijakan dividen. Adapun penelitian mengenai *free cash flow* di Indonesia, Suartawan dan Yasa (2016) dan Devi (2019) menemukan adanya pengaruh positif *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Oleh karenanya, peneliti mengajukan hipotesis:

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

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

Kesempatan investasi atau *Investment opportunity set* (IOS) merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki (assets in place) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan net present value positif

(Myers dalam Natalia, 2013:7). Fitria Sari (2010) menjelaskan bahwa *Investment opportunity set* (IOS) adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aset dan ekuitas. Kesempatan investasi yang tinggi di masa mendatang menjadi harapan baik bagi nilai perusahaan. Tingginya IOS suatu perusahaan akan selaras dengan peluang investasinya dalam bentuk aset jangka panjang dalam perusahaan. (Ngurah dan Gayatri, 2018) Pihak manajemen perusahaan sering memilih untuk menginvestasikan labanya atau IOS daripada dibagikan dalam bentuk dividen. (Surhali, 2007) Dengan demikian, tingginya peluang investasi yang *profitable* (menguntungkan) sebuah perusahaan kontradiksi dengan rasio pembayaran dividen perusahaan. Artinya peluang investasi yang tinggi akan cenderung meminimalisir pembayaran dividen tunai. Beberapa hasil penelitian menunjukkan hasil yang berbeda dalam menilai hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen. Mawarni dan Ratnadi (2014), Hussain dan Usman (2013), Natalia (2013), dan Yudiana dan Yadnyana (2016) mengemukakan bahwa ada pengaruh negatif yang signifikan antara IOS dan kebijakan dividen. Oleh karenanya, dalam penelitian ini hipotesis yang diajukan adalah:

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

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

Kepemilikan institusional merupakan kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Institusi tersebut dapat berupa institusi pemerintah, institusi swasta, domestik maupun asing (Widarjo, dkk, 2010:11). Menurut Widiastuti, Pranata P. Midiastuty, dan Suranta, (2013:3407), kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh lembaga dari eksternal. Kepemilikan institusional juga berpengaruh terhadap

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

pembagian dividen saham. Hal ini didasarkan pada alasan bahwa perusahaan atau institusi dengan jumlah kepemilikan saham yang lebih besar dapat menentukan keputusan suatu perusahaan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). (Buchdadi, et al, 2019) Beberapa penelitian telah mengkaji hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen. Abdelsalam, et al. (2008) mengemukakan bahwa Good Corporate Governance (GCG) yang diprosikan melalui kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, kinerja perusahaan, dan pembayaran dividen. Senada dengan Abdelsalam (2008), Kurniawati, et al. (2015) Firth, et al (2016), dan Sumartha (2016) menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen. Oleh karenanya dalam penelitian ini, hipotesis yang diajukan adalah:

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

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

Metodologi Penelitian

Jenis penelitian ini ialah penelitian kuantitatif deskriptif. Penelitian ini berlokasi di Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia UIN Maulana Malik Ibrahim Malang, Jalan Gajayana Nomor 50, Kota Malang. Adapun sampel penelitian ini sebanyak 24 perusahaan: PT. Astra International, Tbk (ASII), PT. Astra Otoparts, Tbk (AUTO), PT. Sepatu Bata, Tbk (BATA), PT. Indo Kordsa, Tbk (BRAM), PT. Charoen Pokphand Indonesia, Tbk (CPIN), PT. Ekadharna International, Tbk (EKAD), PT. Gudang Garam, Tbk (GGRM), PT. HM. Sampoerna, Tbk (HMSP), PT. Indofood CBP Sukses Makmur, Tbk (ICBP), PT. Indomobil Sukses Internasional, Tbk (IMAS), PT. Indofood Sukses Internasional, Tbk (INDF), PT. Indah Kiat Pulp & Paper, Tbk (INKP), PT. Indocement Tunggal Prakarsa, Tbk (INTP),

PT. Kalbe Farma, Tbk (KLBF), PT. Multi Bintang Indonesia, Tbk (MLBI), PT. Sido Muncul, Tbk. (SIDO), PT. Semen Baturaja, Tbk (SMBR), PT. Selamat Sempurna, Tbk (SMSM), PT. Tunas Alfin, Tbk (TALF), PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Tbk (TKIM), PT. Surya Toto Indonesia, Tbk (TOTO), PT. Trisula International, Tbk (TRIS), PT. Unilever Indonesia, Tbk (UNVR), dan PT. Wijaya Karya Beton, Tbk (WTON).

Adapun formula untuk menghitung berbagai variabel akan dirinci sebagai berikut.

1. Kebijakan dividen adalah menggunakan rasio Dividen Payout Ratio (DPR):

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

(Jayanti dan Puspitasari, 2017)

2. Free Cash Flow dihitung dengan menggunakan rumus rasio *free cash flow*:

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

(Rosdini, 2009)

3. Investment opportunity set diprosikan melalui Market to Book Value of Equity:

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

(Kallapur dan Trombley, 1999)

4. Kepemilikan institusional diukur melalui rasio kepemilikan institusional:

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

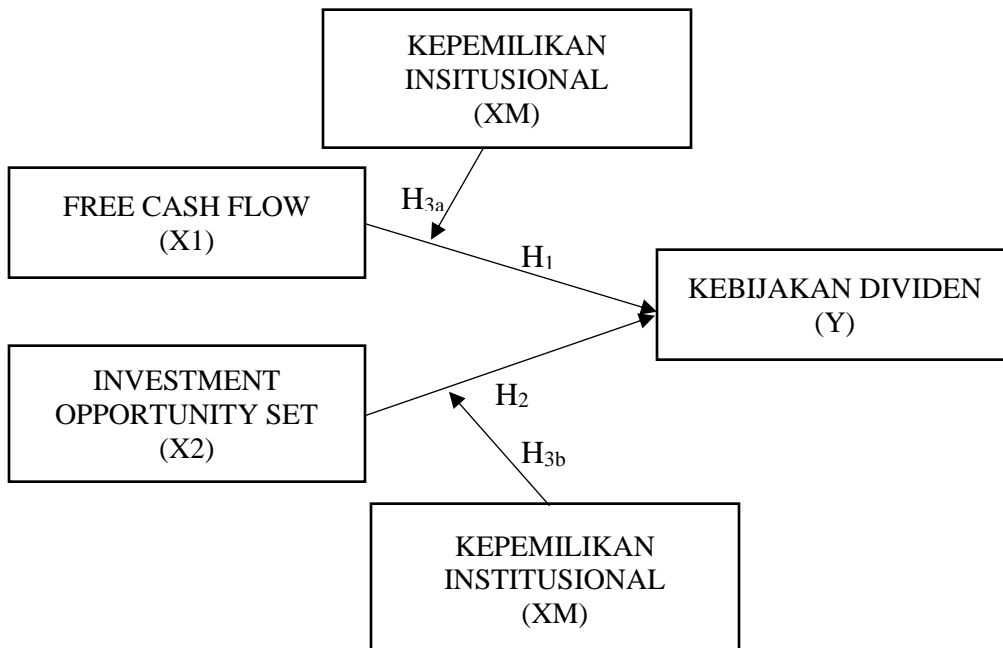
(Jayanti dan Puspitasari, 2017)

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dan *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan software SPSS. Dalam analisis tersebut akan diuji empat variabel: variabel kebijakan dividen sebagai variabel dependen (Y), variabel free cash flow sebagai X₁, variabel investment opportunity set sebagai X₂, dan variabel kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi (X_m). Secara

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

lebih jelas, kerangka penelitian tersebut digambarkan sebagai berikut.

Gambar 2
Kerangka Konseptual



Sumber: Data Diolah (2020)

Hasil Penelitian dan Pembahasan

Hasil Penelitian

Uji Asumsi Klasik

Sebelum mengetahui hasil analisis uji T, maka sebelumnya peneliti

melampirkan uji asumsi klasik mengenai data-data yang digunakan peneliti. Pertama, adalah hasil analisis uji normalitas masing-masing variabel dapat dilihat dalam tabel berikut.

Tabel 1
Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

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

a. Test distribution is Normal.

Sumber: Data Diolah (2020)

Berdasarkan tabel output uji normalitas spss di atas, dapat diketahui bahwa nilai signifikansi dari Dividend

Payout Ratio = 0.109 > 0.05, Free Cash Flow = 0.564 > 0.05, Investment Opportunity Set = 0.203 > 0.05, dan Kepemilikan Institusional

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

= 0.082 > 0.05. Dari keseluruhan data tersebut, terlihat bahwa nilai signifikansi dari masing-masing tabel lebih besar dari 0.05. Dengan demikian, data penelitian tersebut

telah normal. Setelah itu, peneliti memaparkan hasil uji linieritas. Berikut adalah hasil uji linieritas dari variabel uji penelitian ini.

Tabel 2
Uji Linieritas
ANOVA Table

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

Sumber: Data Diolah (2020)

Berdasarkan tabel output spss di atas, nilai koefisien signifikansi dari linierity adalah sebesar 0.239 > 0.05. Dengan demikian, data penelitian ini

dikatakan linier. Setelah itu peneliti melakukan uji multikolinieritas. Berikut adalah hasil uji multikolinieritas dengan software SPSS.

Tabel 3
Uji Multikolinieritas
Model Summary

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

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

b. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Coefficients^a

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

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Sumber: Data Diolah (2020)

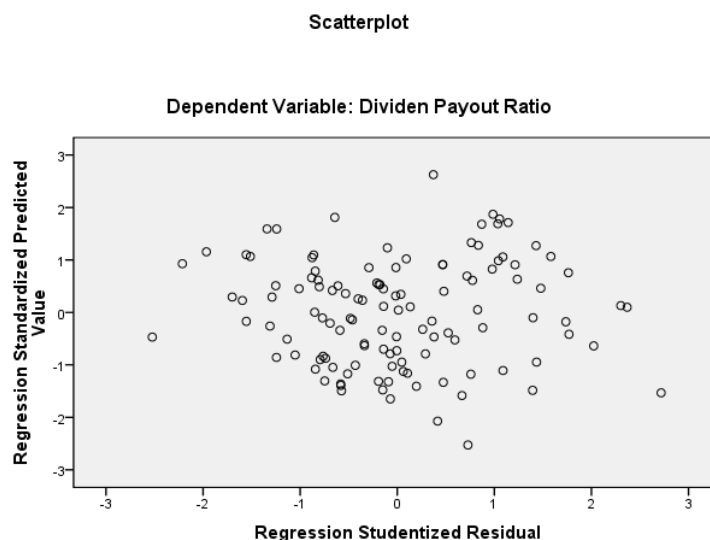
Dari paparan tabel 4.3 di atas, terlihat bahwa R² dari uji regresi berganda ini adalah 0.378. Sedangkan di sisi lain, regresi antara variabel

independen dan dependen signifikan antara satu sama lain. Dengan demikian, maka data penelitian ini tidak ditemukan adanya multikolinieritas. Tahap

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

berikutnya, peneliti melakukan uji gambar plot yang menjadi output dari uji heteroskedastisitas. Berikut adalah heteroskedastisitas penelitian ini.

Gambar 3
Uji Heteroskedastisitas



Sumber: Data Diolah (2020)

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

tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas. Tahap berikutnya, peneliti melakukan uji autokorelasi. Berikut di bawah ini merupakan hasil output uji autokorelasi.

Tabel 4
Uji Autokorelasi
Model Summary^b

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

a. Predictors: (Constant), Lag_X2, Lag_X1

b. Dependent Variable: Lag_Y

Sumber: Data Diolah (2020)

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

koefisien determinasi (R^2) dari penelitian ini.

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

Tabel 5
Koefisien Determinasi
Model Summary^b

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

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

b. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Sumber: Data Diolah (2020)

Dari tabel 4.5 mengenai koefisien determinasi dapat dilihat bahwa R² dari variabel Free Cash Flow dan Investment Opportunity Set memberikan pengaruh sebesar 37.8% terhadap kebijakan dividen. Sedangkan sisanya, yaitu sebesar 62.2% dari variabel kebijakan dividen dipengaruhi oleh variabel lain. Hal ini dapat dijelaskan melalui penelitian Dewasiri (2019), bahwa tidak hanya free cash flow dan investment opportunity set saja yang dapat memengaruhi variabel kebijakan dividen. Di sisi lain, kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh kebijakan dividen masa lalu, laba, profitabilitas, good corporate governance, ukuran perusahaan, dan pengaruh industri.

Uji Hipotesis

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

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

Tabel 6
Uji T

Coefficients^a

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

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Sumber: Data Diolah (2020)

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

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

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

Tabel 7 Uji T

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

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Sumber: Data Diolah (2020)

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

Setelah dilakukan uji t, peneliti melakukan uji *Moderated Regression Analysis* (MRA). Uji MRA digunakan untuk melihat apakah variabel pemoderasi mempengaruhi pengaruh

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

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

Tabel 8 Uji MRA

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

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Sumber: Data Diolah (2020)

Berdasarkan hasil output SPSS di atas, dapat diamati bahwa nilai signifikansi dari variabel moderasi kepemilikan institusional yang

dilambangkan dengan MRA adalah $0.0237 > 0.05$. Artinya, variabel kepemilikan insitusional bukanlah moderator hubungan antara free cash

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

flow dengan kebijakan dividen. Namun di sisi lain, ditemukan fakta bahwa signifikansi kepemilikan institusional sebagai variabel independen adalah $0.002 < 0.05$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak dapat memoderasi hubungan antara variabel free cash flow, namun kepemilikan institusional dapat menjadi variabel independen terhadap

kebijakan dividen. Walhasil, hipotesis 3a ditolak.

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

Tabel 9 Uji MRA

Coefficients^a

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

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Sumber: Data Diolah (2020)

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

Kendati demikian, peneliti hendak mengungkapkan sebuah fakta bahwa hasil

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

Tabel 10

Uji sebelum dan sesudah MRA

Coefficients^a

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

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Coefficients^a

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

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.244	.215		1.137	.258
Free Cash Flow	.083	.955	.026	.087	.931
Market Book Value to Equity	-.193	.259	-.214	-.746	.457
Kepemilikan Institusional	.260	.287	.173	.908	.366
MRA1 (X1M)	2.052	1.408	.465	1.457	.148
MRA2 (X2M)	.117	.364	.077	.322	.748

a. Dependent Variable: Dividen Payout Ratio

Sumber: Data Diolah (2020)

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

Pembahasan

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

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

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

(2019) memasukkan *free cash flow* (arus kas bebas) sebagai salah satu determinan dalam menentukan kebijakan dividen.

Temuan peneliti tersebut sejalan dengan argumentasi ilmiah yang diajukan Brealey, et al. (2006), bahwa *free cash flow* adalah kas yang tidak dioperasikan atau tidak diinvestasikan ulang oleh perusahaan. Strategi peningkatan arus kas juga dapat menekan konflik keagenan yang muncul akibat kekhawatiran kedua belah pihak, baik antara pemegang saham dan manajer sendiri. Selanjutnya, kenaikan arus kas bebas tersebut dapat didistribusikan dalam bentuk dividen agar menekan konflik tersebut (Sutanto, et al., 2017). Perusahaan-perusahaan yang memiliki arus kas bebas cenderung mendapatkan tekanan dari pemegang saham untuk membagikan dividen. Besaran aliran kas bebas yang didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen menjadi sebuah indikator bahwa manajer menempatkan kepentingan pemegang saham sebagai sebuah prioritas (Jensen, 1986). Mengenai manfaatnya sendiri, Brigham (dalam Surya, 2010) menuturkan ada lima manfaat arus kas bebas: a) membayar biaya pinjaman beserta bunganya pada kreditur, b) mendistribusikan dividen kepada pemegang saham, c) membeli kembali (*buy back*) saham dari pemegang saham, dan d) membeli surat berharga dan aset non-operasional lainnya. Dengan adanya hasil analisis, dukungan penelitian, dan teori-teori yang ada, maka hipotesis 1 yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen diterima.

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

Pengaruh Investment Opportunity Set (Set Kesempatan Investasi) terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan uji hipotesis yang telah dilakukan, variabel *investment opportunity set* diprosikan dengan *Market To Book Value of Equity* (MBVE). Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel *investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen industri manufaktur periode 2014-2018. Pernyataan ini merupakan hasil analisis dari nilai signifikansi *investment opportunity set* sebesar $0.000 < 0,05$ dan nilai *t* yang menunjukkan nilai negatif, yaitu -4.575. Hasil penelitian ini sejalan dengan Mawarni dan Ratnadi (2014), Hussain dan Usman (2013), Natalia (2013), dan Yudianta dan Yadyana (2016) yang menyatakan bahwa pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen adalah signifikan negatif. Hasil temuan tersebut juga linier dengan pernyataan Surhali (2007) yang menyatakan bahwa pihak manajemen perusahaan sering memilih untuk menginvestasikan labanya atau IOS daripada dibagikan dalam bentuk dividen. Dengan demikian, tingginya peluang investasi yang *profitable* (menguntungkan) sebuah perusahaan kontradiksi dengan rasio pembayaran dividen perusahaan. Artinya peluang investasi yang tinggi akan cenderung meminimalisir pembayaran dividen tunai.

Kesempatan investasi atau *Investment opportunity set* (IOS) merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* positif (Myers dalam Natalia, 2013:7). Fitria Sari (2010) menjelaskan bahwa *Investment opportunity set* (IOS) adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aset dan ekuitas. Nilai *Investment opportunity set* (IOS) sendiri menurut Kole (dalam Norpratiwi, 2004:6) ditentukan oleh pengeluaran-pengeluaran pada masa mendatang (*future discretionary expenditure*) yang menjadi opsi investasi pada saat ini. Tentunya, opsi investasi tersebut dapat menjadi *return* yang lebih tinggi bagi sebuah perusahaan. Secara ringkas, IOS merupakan sejumlah dana yang dialokasikan untuk investasi bagi perusahaan

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

dengan harapan pengembalian *return* yang lebih tinggi di masa mendatang (Astriani, 2014:9). Berdasarkan hasil analisis, teori-teori yang relevan, dan kesamaan hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis 2 yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen diterima.

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

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

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

nilai β yang menunjukkan bahwa terjadi interaksi (efek moderasi) di antara variabel *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan perubahan nilai β tersebut, variabel kepemilikan institusional dapat memoderasi (menguatkan) pengaruh variabel *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen, meski tidak sampai pada derajat signifikan (<0.05).

Hasil penelitian ini linier dengan penelitian Ridho (2014), Sari dan Budiasih (2016), dan Wongso (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian-penelitian tersebut, variabel kepemilikan institusional tetap dapat memberi pengaruh meski tidak signifikan. Selain itu, dalam temuannya dikemukakan fakta tambahan bahwa terkadang pihak manajer cenderung tidak melihat kepemilikan institusional dalam mengambil kebijakan untuk membagikan dividen atau tidak. Sejalan dengan fakta tersebut, variabel kepemilikan institusional belum terlalu signifikan untuk menekan konflik agensi antara kepentingan pemangku saham dan pihak manajer. Dengan mendasarkan pada hasil temuan yang linier dengan hasil penelitian terdahulu dan teori-teori yang relevan, maka hipotesis 3a dan 3b yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen dan kepemilikan institusional dapat memoderasi *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen ditolak.

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

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>**1. Kesimpulan dan Saran**

Berdasarkan hasil analisis yang telah diulas di atas mengenai pengaruh free cash flow dan investment opportunity set terhadap kebijakan dividen yang dimoderasi oleh kepemilikan institusional, maka peneliti dapat menyimpulkan bahwa: a) free cash flow (arus kas bebas) berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen, b) investment opportunity set (set kesempatan investasi) berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen, c) kepemilikan institusional mampu memoderasi secara parsial pengaruh free cash flow (arus kas bebas) dan investment opportunity set (set kesempatan investasi) terhadap kebijakan dividen, namun tidak signifikan. Pengaruh moderasi yang dihasilkan dari kepemilikan

institusional adalah sedikit memperkuat pengaruh free cash flow (arus kas bebas) dan investment opportunity set (set kesempatan investasi) terhadap kebijakan dividen secara parsial.

Peneliti tentu memiliki keterbatasan penelitian dan banyak mengalami kendala saat penelitian. Dengan demikian, peneliti memberikan saran dan rekomendasi bagi peneliti selanjutnya dapat mengganti bentuk variabel rasio dari kebijakan dividen, free cash flow, investment opportunity set, dan kepemilikan institusional dengan bentuk variabel non-rasio. Selain itu, peneliti selanjutnya juga dapat menambah variabel-variabel penelitian lainnya dengan objek sektor atau subsektor yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdelsalam, Omneya, El-Masry, Ahmed, Elsegini, Sabri. (2008). Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policies In An Emerging Market: Further Evidence From CASE 50. *Managerial Finance*, 32 (12), 953-964
- Anam, Budi Safatul, Arfan, Muhammad, Shabri, M. (2016). Pengaruh Profitabilitas dan Set Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Magister Akuntansi Pascasarjana Universitas Syiah Kuala*, 20-29.
- Andres, C., Batzer, A., Goergen, M., Renneboog, L. (2009). Dividend policy of German firms: a panel data analysis of partial adjustment models. *The Journal of Empirical Finance*, 16(2), 175-187.
- Andriyanti, Lina, Wirakusuma, Made Gede. (2014). Good Corporate Governance Memoderasi Profitabilitas, Leverage, Arus Kas Bebas Dengan Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 8 (2), 245-262.
- Astriani, Eno Fuji. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Investment opportunity set Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen Keuangan*, 22-26.
- Azhagiaah, R., Priya, S. (2008). The Impact of Dividend Policy on Shareholder's Wealth. *International Research Journal of Finance and Economics*, 2 (1) 181-187.
- Brigham dan Houston. (2010). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Buku Satu. Edisi Sebelas*. Jakarta: Salemba Empat
- Brigham, Eugene F, dan Joel F. Houston. (2001). *Manajemen Keuangan. Buku 2. Edisi 8*. Jakarta: Erlangga.
- Buchdadi, Agung Dharmawan, Valdi Hadistira, Destria Kurnianti. (2019). Pengaruh Board Size, Board Independence Dan Ownership Structure Terhadap Kebijakan Dividen Pada Sektor Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei)

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

- Periode 2012-2016. *Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia (JRMSI)*, 10 (1).
- Bursa Efek Indonesia. (2018). *IDX Annual Statistic* (pp. 30-42), Jakarta. Diperoleh tanggal 1 Desember 2019 dari <https://idx.co.id/media/4842/idx-annual-statistics-2018.pdf>
- Cahyani, Krisnati Adi. (2014). Analisis Perbedaan Dividen Pada Perusahaan Keluarga dan Non Keluarga Berdasarkan Kepemilikan Ultimat. *Jurnal Ekonomi Akuntansi*, (26).
- Darmawati, dkk. (2005). Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. 2 (1), 65-81.
- Devi, Nova Sandra. (2019). Pengaruh Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, Kebijakan Hutang, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Periode 2014-2017. *STIE Perbanas Surabaya*, 2 (3), 24-26.
- Dewasiri, N. Jayantha, Banda, Weerakoon, Yatiwelle, Korallalage, Azeez, Athambawa Abdul, Jayarathne, P.G.S.A., Kurupparachchi, Duminda Weerasinghe, V.A. (2019). Determinants of Dividend Policy: Evidence From An Emerging And Developing Market. *Managerial Finance*. Diperoleh tanggal 2 Januari 2020 dari <https://doi.org/10.1108/MF-09-2017-0331>.
- Dewi, Sisca Christianty. (2008). Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 10 (1), 47-58.
- Dwijayanto, Andy dan Indrastiti. Dividen Bisa Kerek Indeks Hingga Mei, diakses dari <https://investasi.kontan.co.id/news/dividen-bisa-kerek-kerek-indeks-hingga-mei> pada 9 Maret 2020 pukul 17:19.
- Farisah, Nur. (2015). Pengaruh Investement Opportunity Ser, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas Dan Debt Equity Ratio terhadap Dividend Payour Ratio Pada Perusahaan Sektor Real Estate dan Property Yang Terdaftar Di BEI. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
- Firth, M, Jin Gao, Shen, Jianghua, Zhang, Yuanyuan. (2016). Institutional Stock Ownership and Firms Cash Dividend Policies: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 65, 91-107
- Gaver, Jennifer J., Gaver, Kenneth M. (1993). Additional Evidence of The Association Between The Investment opportunity set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*. 16 (1-3), 125-160.
- Gumanti, Tatang Ary. (2013). *Kebijakan Dividen: Teori, Empiris, dan Implikasi*. Yogyakarta: UPP STIM YPKN.
- Halim, Junaedi Jauwanto. (2013). Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Kebijakan Dividen Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Periode 2008-2011. *Skripsi*. Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya.
- Hartono, Jogiyanto. (2003). *Metode Penelitian Bisnis. Edisi Keenam*. Yogyakarta: Universitas Gajah Mada.
- Hartono, Jogiyanto. (2003). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Hussain, Muzammil dan Usman, Muhammad. (2013). Investment Opportunities and Dividend Yield (Evidence from KSE). *International Journal of*

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

- Multidisciplinary Sciences And Engineering*. 4 (11), 12-16.
- Iryuliawati. (2013). Pengaruh Free cash flow Terhadap Dividend Policy Pada Perusahaan LQ45 di Indonesia. *Skripsi*. Fakultas Ilmu Sosial Dan Ilmu Politik Universitas Lampung Bandar Lampung.
- Jayanti, Ida Setya Dwi, Puspitasari, Febriyanti, Ayu. (2017). Struktur Kepemilikan Dan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *The Indonesian Journal of Applied Business*, 1, (1).
- Jensen, M and William H. Meckling. (1976). *Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure*. Finance Series. McGraw-Hill International Editions.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Cost of Free cash flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review*, 232-329.
- Kallapur, Sanjay, Trombley, Mark A. (1999). The Association Between Investment opportunity set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business & Accounting*, 2 (4), 11-13.
- Karyono. (2006). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Penyebaran Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.
- Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. Analisis Perkembangan Industri Edisi IV – 2018. Jakarta: Pusdatin Kemenperin.
- Kementrian Perindustrian Republik Indonesia. 2018. *Peluang Pasar Produk Industri 4.0: Hasil Analisis Informasi Perkembangan dan Peluang Pasar 2018*. Pusdatin Kemenperin.
- Kurniawati, Lita, Manulu, Sahala, Octavianus, Rony Joyo Negoro. (2015). Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen dan Harga Saham. *Jurnal Manajemen*, 15 (1).
- Lee, T. A. (1983). A Note on Users and Uses of Cash Flow Reporting. *Accounting and Business Research*, 3 (2), 103-106.
- Mardiyanto, Handono. (2009). *Inti Sari Manajemen Keuangan*. Jakarta: Gramedia Widiasarana Indonesia.
- Martono, Harijoto, Agus. (2010). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Mawarni, Luh, Indah, Fajarini Ratnadi, Ni Made Dwi. (2014). Pengaruh Kesempatan Investasi, Leverage dan Likuiditas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 9 (1), 200-208.
- Modigliani, Franco, Miller, Merton H. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34 (1), 411-433.
- Mulyono, Sri. (1991). *Statistika Untuk Ekonomi*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi UI.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-155.
- Natalia, Desy. (2013). Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *Skripsi*. Universitas Negeri Padang.
- Ngurah, Utama, P.S.P., Gayatri. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Investment opportunity set dan Free cash flow pada Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi*, 22 (2), 976-1003.
- Norpratiwi, Agustina. (2004). Analisis Korelasi Investment opportunity

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

- set Terhadap Return Saham. *Jurnal Manajemen Keuangan*, 2 (3), 35-37.
- Pradana, Salvatore, Lingga, Wika, Sanjaya, I Putu Sugiarta. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Free cash flow, dan Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di BEI). *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 21 (1), 113-124.
- Putri, Imanda F., Nasir, Mohammad. (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Proceeding. Simposium Nasional Akuntansi IX Padang*, 1-25.
- Ridho, Muhammad. (2014). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Investment Opportunity Set (IOS) Dan Rasio Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Dinamika Ekonomi & Bisnis*, 11 (2), 183-198.
- Rosdini, D. (2009). Pengaruh free cash flow terhadap Dividend Payout Ratio. *Department of accounting. Universitas Padjajaran. Bandung*.
- Sari, Ni Komang Ayu Purnama, Budiasih, I Gusti Ayu Nyoman. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Udayana*, 15 (3), 2439-2466.
- Sartono, Agus R. (2010). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi. Edisi Empat*. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Sasongko, Hendro dkk. (2012). Analisis Pengaruh Aliran Kas Bebas Positif dan Negatif, Dividend an Leverage Terhadap Nilai Pemegang Saham. *Jurnal Ilmia Ranggagading*, 12 (1), 72-81.
- Siagian, Sondang P. (2011). *Manajemen Sumber Daya Manusia*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Siaran Pers Kementerian Perindustrian Republik Indonesia. (2019). 5 Tahun Jokowi-JK, Kinerja Industri Manufaktur Masih Melaju. Diperoleh tanggal 1 Desember 2019 dari <https://kemenperin.go.id/artikel/21162/5-Tahun-Jokowi-JK,-Kinerja-Industri-Manufaktur-Masih-Melaju>.
- Sjahrial, Dermawan. (2007). *Manajemen Keuangan*. Mitra Wacana Media: Jakarta.
- Suartawan, I Gusti Ngurah, Adi, Putu, Yasa, Gerianta Wirawan. (2016). Pengaruh Investment opportunity set Dan Free cash flow Pada Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 14 (3), 2014-2044.
- Sudana, I Made. (2011). *Manajemen Keuangan Teori & Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: CV Alfabeta.
- Sumartha, Evy. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Economia*, 12 (2), 13-17.
- Suranta, Eddy, Machfoedz, Mas'ud. (2003). Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi, dan Ukuran Dewan Direksi. *Proceeding. Simposium Nasional Akuntansi VI*, 214 – 226.
- Surya, Jen. (2010). Pengaruh Laba, Arus Kas Operasi dan Arus Kas Bebas terhadap Dividen Kas. *Jurnal Investasi*, 6 (2), 111 – 123.
- Sutanto, Johan, Marciano, Deddy, Ernawati, Endang. (2017). Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Sektor Industri Property, Real Estate, Dan

Available Online at: <http://ejournal.upbatam.ac.id/index.php/jim>

- Konstruksi Bangunan Yang Terdaftar Di BEI Periode 2011-2015. *Jurnal Ilmiah Calyptra Mahasiswa Universitas Surabaya*, 6 (2), 13-20.
- Tarwiyah, Lailatut. (2018). Pengaruh Investment opportunity set, Leverage, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
- Wahyudi, Untung, Pawestri, Hartini Prasetyaning. (2006). Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening. *Proceeding*. Simposium Nasional Akuntansi IX, 1-20.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. (2013). *Manajemen Keuangan*. Udayana Press.
- Widarjo, Wahyu, Bandi, Hartoko, S. (2010). Pengaruh Ownership Retention, Investasi Dari Proceeds, dan Reputasi Auditor Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial dan Institusional Sebagai Variabel Pemoderasi. *Proceeding*. Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto 2010, 35-41.
- Widiastuti, Marselina, Midiastuty, Pranata P., Suranta, Eddy. (2013). Dividend Policy and Foreign Ownership. *Proceeding*. *Simposium Nasional Akuntansi XVI*, 3401-3423.
- Wongso, A. (2013). Pengaruh kebijakan dividen, struktur kepemilikan, dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dalam perspektif teori Agensi dan teori signaling. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen*, 1(5).
- Yudiana, I Gede Yoga, Yadnyana, I Ketut. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Investment opportunity set Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15 (1), 112-141.