

Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, and Profitability on Dividend Policy with Firm Size as Moderating Variable ***Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen dengan Firm Size Sebagai Variabel Moderasi***

Devira Shafa Dhiniah¹, Eny Maryanti^{*2)}

¹⁾ Program Studi Akuntansi, Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, Indonesia

²⁾ Program Studi Akuntansi, Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, Indonesia

*Email: enymaryanti@umsida.ac.id

Abstract. *This study aims to determine whether firm size can moderate the relationship between investment opportunity set, free cash flow, and profitability on dividend policy in manufacturing companies in the consumer sector listed on the IDX for the 2017-2021 period. The sampling technique with purposive sampling obtained 9 companies that met the research criteria, so that 45 samples were obtained. The data analysis technique in this study uses Partial Least Square (PLS). The results showed that Investment Opportunity Set had no effect on dividend policy, Free Cash Flow had an effect on dividend policy, profitability had no effect on dividend policy. Moderation results show that firm size moderates the relationship between Investment Opportunity Set and profitability to dividend policy, but firm size does not moderate the relationship between free cash flow and dividend policy. In addition, this research is expected to help investors to find out what factors influence dividend policy.*

Keywords - author guidelines; Investment opportunity sets; Free cash flow; profitability; dividend policy; firm size.

Abstrak. *Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah ukuran perusahaan (firm size) dapat memoderasi hubungan antara investment opportunity set, free cash flow, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur sektor konsumsi yang di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2021. Teknik pengambilan sampel dengan purposive sampling diperoleh 9 perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian. Sehingga, selama periode penelitian ini dapat memperoleh 45 sampel. Teknik analisis data pada penelitian ini menggunakan uji Partial Least Square (PLS). Hasil penelitian menunjukkan bahwa Investment Opportunity Set tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, Free Cash Flow berpengaruh terhadap kebijakan dividen, profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil moderasi menunjukkan ukuran perusahaan (firm size) memoderasi hubungan Investment Opportunity Set dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen, namun firm size tidak memoderasi hubungan free cash flow terhadap kebijakan dividen. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat membantu para investor untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi kebijakan dividen, agar para investor dapat mendapatkan dividen sesuai yang diharapkan.*

Kata Kunci - petunjuk penulis; Investment opportunity sets, Free cash flow, Profitability, kebijakan dividen, firm size

I. PENDAHULUAN

Kemajuan era globalisasi modern telah menyebabkan ekspansi yang cepat dari kegiatan perekonomian global sebagai akibat dari kemajuan teknologi. Oleh karena itu, transaksi antara produsen dan konsumen dapat ditangani secara lebih luas (global), baik di pasar domestik maupun pasar global. Salah satu contoh adanya kemajuan dalam ilmu pengetahuan dan teknologi yang lebih modern di bidang ekonomi yaitu pasar modal. Kegiatan pasar modal dapat membantu perusahaan dalam memperoleh dana untuk pembiayaan kegiatan operasional dan pertumbuhan perusahaan mereka. Pasar modal di Indonesia sangat penting dalam membantu investor yang ingin berinvestasi di pasar modal [1].

Masyarakat menjadikan pasar modal sebagai sarana berinvestasi untuk memperoleh keuntungan berupa dividen. Dimana dividen tersebut akan dibagikan oleh perusahaan yang melakukan emisi (emiten). Besaran nilai dividen dan waktu pembagiannya berdasarkan pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Kebijakan dividen ditentukan oleh kinerja suatu perusahaan [2]. Investor akan menganggap saham perusahaan menarik jika pembayaran dividennya dalam jumlah besar. Hal tersebut sesuai dengan teori *the bird in the hand theory* bahwa investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *captain gain* [3]. Kebijakan dividen adalah keputusan tentang saham untuk menentukan berapa banyak keuntungan perusahaan yang akan diperoleh pemegang saham sebagai keuntungan atas investasi dan kepemilikan saham mereka di perusahaan. Terlepas dari dana yang ditanamkan investor, besar kecilnya dividen tergantung pada kebijakan perusahaan masing-masing. Hasil

penelitian ini dapat memberikan informasi yang dapat dijadikan pertimbangan bagi investor, kreditor, dan pemerintah ketika akan melakukan pengambilan keputusan mengenai investasi [4].

Fenomena yang terjadi pada perusahaan manufaktur tepatnya di sektor konsumsi, salah satunya pada PT Gudang Garam Tbk. Pada tanggal 28/8/2020, perseroan memutuskan tidak membagikan dividen atas laba bersih tahun buku 2019. Hal tersebut sesuai dengan hasil RUPS yang menetapkan perusahaan akan menyetorkan laba tahun buku 2019 ke dalam akun saldo laba dan menggunakannya untuk menambah modal operasional. Sehingga, tidak dapat membayar dividen pada tahun buku 2019 kepada pemegang sahamnya. Keputusan perusahaan untuk tidak membagikan dividen tampaknya telah mengecewakan para investor. Berdasarkan data perdagangan BEI harga saham GGRM turun 5,44% ke harga Rp 49.075 per unit. Nilai transaksi ditetapkan sebesar Rp 303,04 miliar. Pada 2019 Gudang Garam membukukan laba bersih sebesar Rp 10,80 triliun atau naik sebesar 40% dibandingkan dengan periode 2018 sebesar Rp 7,79 triliun. Berdasarkan laporan keuangan, laba per saham (*earning per share*) naik dari Rp 4.055 menjadi Rp 5.655. Pendapatan perseroan meningkat dari Rp 95,71 triliun menjadi Rp 110,52 triliun, sebagai hasil dari pertumbuhan laba bersih. Selain itu, laba kotor meningkat sementara biaya distribusi meningkat dari Rp 77,06 triliun menjadi Rp 87,74 triliun [5].

Peneliti menduga dalam penelitian ini terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain, *investment opportunity set*, *free cash flow*, dan profitabilitas. Faktor pertama yaitu *investment opportunity set*. *Investment opportunity set* merupakan keputusan terhadap pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, guna dapat meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator pertumbuhan perusahaan. Sehingga, investor yang mengharapkan dividen dimasa yang akan datang, maka akan menjadikan *investment opportunity set* sebagai acuan dalam berinvestasi [6]. Hal tersebut sesuai dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa terdapat korelasi antara tindakan manajemen atau tindakan internal perusahaan yang dilakukan untuk memberikan arahan kepada investor terkait dengan pandangan manajemen terhadap prospek perusahaan dimasa depan [2]. Variabel *Investment Opportunity Set* adalah pilihan investasi dimasa depan yang mempunyai *return* yang cukup tinggi, sehingga mampu membuat nilai perusahaan ikut terdongkrak [3]. *Investment opportunity set* ialah salah satu variabel yang mempengaruhi manajer dalam menentukan kebijakan dividen, karena setiap perusahaan akan melakukan investasi berdasarkan peluang investasi, dan besar kecilnya akan dipengaruhi oleh peluang investasi [7]. Berdasarkan penelitian [8] *investment opportunity set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga dapat memberikan sinyal bagi perusahaan untuk melakukan kebijakan dividen. Namun, berbeda dengan penelitian [9] kebijakan dividen tidak dipengaruhi secara signifikan oleh *investment opportunity set*.

Faktor kedua yang diduga peneliti dapat mempengaruhi kebijakan dividen yaitu *free cash flow*. Laporan arus kas dapat memperlihatkan aliran kas yang tersedia (*free cash flow*) setelah perusahaan memiliki *free cash flow* untuk dibagikan kepada investor atau pemilik perusahaan [6]. Perusahaan yang mampu mempertahankan dan memiliki aliran kas yang besar akan memiliki kinerja yang lebih baik jika dibandingkan dengan perusahaan lainnya. *Free cash flow* dalam perusahaan sangat penting karena memungkinkan perusahaan untuk memanfaatkan berbagai peluang yang dapat meningkatkan nilai pemegang saham [2]. Oleh karena itu, semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin besar peluang perusahaan membayar hutang perusahaan dan membagikan dividen kepada investor [10]. *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen [11]. Namun, *free cash flow* tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen [12].

Profitabilitas merupakan faktor ketiga yang diduga peneliti dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Profitabilitas yaitu indikator kemampuan perusahaan untuk memperoleh dan menghasilkan laba (profit) perusahaan dari penjualan, total aset maupun modalnya sendiri. Besar kecilnya perofitabilitas yang dapat dihasilkan oleh perusahaan akan dapat mempengaruhi laba ditahan perusahaan yang akan dibagikan ke dalam dividen [6]. Dengan demikian, bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisa profitabilitas ini, karena profitabilitas mampu menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan [13]. *Return on Asset* merupakan hasil perbandingan dari *earning after tax* (EAT). Semakin besar tingkat laba atau profitabilitas yang diperoleh perusahaan akan mengakibatkan semakin besar dividen yang akan dibagikan dan sebaliknya [14]. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen [15]. Sedangkan, profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen [16].

Besar kecilnya suatu perusahaan dapat digambarkan dengan ukuran perusahaan (*firm size*). Suatu perusahaan bisa dikatakan sebagai perusahaan besar, jika kekayaan yang dimilikinya besar, demikian juga melihat sebaliknya perusahaan yang memiliki aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mencapai tahap kedewasaan, dimana hal tersebut dapat dianggap perusahaan memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang lama dan relatif stabil [17]. Ukuran perusahaan (*firm size*) sebagai aspek dasar yang banyak dilihat dan dipelajari untuk keputusan investasi [4]. *Firm size* adalah salah satu variabel yang dipertimbangkan dalam menentukan nilai suatu perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan (*firm size*) tersebut, menunjukkan bahwa aset yang dimiliki perusahaan juga semakin besar dan dana yang dibutuhkan oleh perusahaan untuk mempertahankan operasionalnya juga semakin banyak. Pada penelitian ini akan menguji apakah ukuran perusahaan (*firm size*) dapat memoderasi *investment opportunity set*, *free cash flow*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Melihat hasil dari penelitian terdahulu terdapat yang

berpengaruh dan tidak berpengaruh, maka peneliti menggunakan ukuran perusahaan (*firm size*) sebagai variabel moderasi. *Firm size* dapat memoderasi *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen [8]. *Firm size* dapat memoderasi *free cash flow* terhadap kebijakan dividen [18]. Namun, *Firm size* tidak memoderasi *free cash flow* terhadap kebijakan dividen [4]. *Firm size* mampu memoderasi profitabilitas terhadap kebijakan dividen [17]. Namun, *firm size* memperlemah moderasi profitabilitas terhadap kebijakan dividen [4].

Penelitian ini meneliti pada perusahaan manufaktur sektor konsumsi, karena sektor tersebut salah satu sektor penting dalam pengembangan perekonomian dan sebagai penopang dalam perusahaan manufaktur. Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh [4]. Pengembangan yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dengan menambahkan variabel yang sebelumnya hanya menggunakan dua variabel yaitu *free cash flow* dan profitabilitas. Sedangkan, dalam penelitian ini peneliti menggunakan tiga variabel yaitu *investment opportunity set*, *free cash flow*, dan profitabilitas. Penambahan variabel tersebut didukung dengan penelitian [8] mengatakan perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan mudah melakukan investasi karena investor akan tertarik membeli perusahaan. Dengan demikian` semakin tinggi keuntungan perusahaan semakin tinggi nilai perusahaan. Pada penelitian ini peneliti menambahkan variabel ukuran perusahaan (*firm size*) sebagai variabel moderasi. Penelitian ini memiliki tujuan untuk mengetahui apakah ukuran perusahaan (*firm size*) dapat memoderasi hubungan antara *investment opportunity set*, *free cash flow*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat membantu para investor untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi kebijakan dividen, agar para investor dapat mendapatkan dividen sesuai yang diharapkan.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Investment Opportunity Set secara umum menggambarkan mengenai luasnya kesempatan investasi bagi suatu perusahaan. Namun, itu bergantung pada keputusan perusahaan tentang pembiayaan kepentingan dimasa depan. Besarnya aliran tambahan modal saham, maka akan mempengaruhi besarnya kemampuan perusahaan untuk memanfaatkannya sebagai tambahan investasi dan jumlah dividen juga bisa bertambah sehingga perusahaan memiliki kesempatan untuk bertumbuh [3]. Menurut *signaling theory*, terdapat korelasi antara tindakan manajemen atau tindakan internal perusahaan yang dilakukan untuk memberikan arahan kepada investor terkait dengan pandangan manajemen terhadap prospek perusahaan dimasa depan [2]. Hal ini diperkuat oleh penelitian [19] dan [2] mengatakan bahwa variabel *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H1: *Investment Opportunity Set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Konsep *Free Cash Flow* memfokuskan pada kas yang dihasilkan dari aktivitas operasi setelah digunakan untuk kebutuhan reinvestasi [20]. Besarnya *free cash flow* yang dimiliki perusahaan menunjukkan semakin baik perusahaan tersebut, karena perusahaan memiliki kas yang tinggi untuk pertumbuhan suatu perusahaan, membayar hutang perusahaan, dan mampu membagikan dividen kepada investor [10]. Suatu perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar akan mampu menyediakan pembayaran dividen kepada *shareholders* dengan jumlah yang besar [2]. Hal ini diperkuat oleh penelitian [10], [11], dan [9] mengatakan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H2: *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Dividen adalah pembayaran yang dilakukan oleh suatu perusahaan kepada pemegang sahamnya ketika perusahaan telah memenuhi kewajibannya. Nilai pembagian dividen meningkat seiring dengan tingginya profit yang didapat perusahaan [12]. Apabila dikaitkan antara dividen dan keuntungan yang didapatkan perusahaan mempunyai hubungan yang sangat erat, yaitu jika keuntungan yang didapat perusahaan semakin meningkat, maka kemungkinan dividen yang dibagikan perusahaan juga semakin meningkat [10]. Hal ini dapat diartikan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen [15], [11], dan [17].

H3: Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Firm Size Memoderasi Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Salah satu skala pengukuran besar kecilnya perusahaan dapat dilihat berdasarkan total aset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang besar akan lebih mudah menarik investor untuk menanam sahamnya, jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Karena, perusahaan besar memiliki dana yang lebih besar pula dan dividen yang dibagikan perusahaan kepada investor lebih banyak, sehingga masa depan perusahaan lebih terjamin. Sesuai dengan *signaling theory* bahwa terdapat korelasi antara tindakan manajemen yang dilakukan untuk memberikan arahan kepada investor terkait pandangan prospek perusahaan [2]. Hal tersebut dapat diartikan, bahwa *firm size* mampu memoderasi hubungan

investment opportunity set terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut diperkuat oleh penelitian [8] bahwa *firm size* dapat menjadi pemoderasi *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen.

H4: *Firm Size* mampu memoderasi hubungan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen.

Firm Size Memoderasi Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan besar memiliki *free cash flow* yang tinggi, maka perusahaan tersebut akan membagikan pembayaran dividen lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil. Karena, perusahaan besar memiliki arus kas positif, sehingga masa depan lebih menjanjikan. Hal ini dapat diartikan, bahwa *firm size* mampu memoderasi hubungan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen [18].

H5: *Firm Size* mampu memoderasi hubungan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

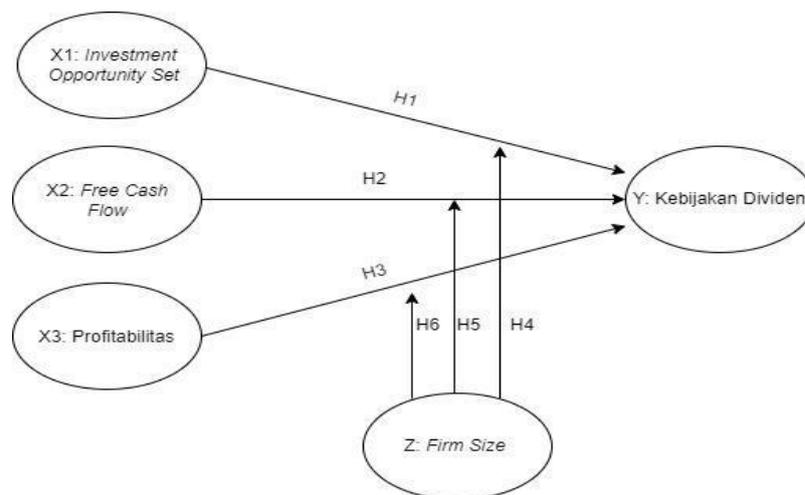
Firm Size Memoderasi Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan besar dapat dengan mudah menunjukkan tingkat pertumbuhan pendapatan yang lebih besar, karenadana yang tersedia cukup untuk menumbuhkan ekspansi pasar. Oleh karena itu, perusahaan besar dengan profitabilitas dan arus kas yang tinggi akan cenderung membayar dividen yang tinggi. Sedangkan, perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat cenderung membayar lebih sedikit dividen untuk mempertahankan [21]. Hal ini dapat diartikan, bahwa *firm size* mampu memoderasi hubungan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut sesuai dengan penelitian [17], [15], dan [21].

H6: *Firm Size* mampu memoderasi hubungan Profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

Kerangka Konseptual

Berdasarkan latar belakang dan pengembangan hipotesis, maka kerangka konseptualnya sebagai berikut:



Gambar 1 Kerangka Konseptual

II. METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Metode penelitian kuantitatif ini relatif lebih mudah karena tidak menggunakan objek seperti manusia, majalah, koran, acara tv, dan lain sebagainya, melainkan objek diambil menggunakan data sekunder yang sudah ada tinggal menggunakannya [22]. Pada penelitian ini peneliti menggunakan 29 populasi dari perusahaan manufaktur sektor industri konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode yang digunakan dalam penelitian ini yaitu tahun 2017-2021. Teknik pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*, dimana metode pengambilan sampel ditentukan secara sengaja dan terencana berdasarkan kriteria tertentu. Beberapa kriteria pemilihan sampel yang digunakan dalam teknik ini, antara lain:

Tabel 1 Kriteria Perusahaan

	Kriteria	Jumlah
	Perusahaan yang menyajikan laporan tahunan sejak 2017 - 2021	29
	Perusahaan yang mengalami laba sejak 2017 - 2021	(19)
	Perusahaan yang membagikan dividen sejak 2017 - 2021	(1)
	Perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian	9
	Total sampel penelitian (9 perusahaan x 5 periode 2017-2021)	45

Definisi dan Identifikasi

Variabel dependen pada penelitian ini yaitu kebijakan dividen. Variabel independen pada penelitian ini menggunakan *investment opportunity set*, *free cash flow*, dan profitabilitas. Variabel moderasi yang akan memperkuat atau memperlemah penelitian ini yaitu *firm size*.

Tabel 2 Indikator Variabel

Variabel	Penjelasan	Indikator	Skala
Kebijakan Dividen (Y)	Kebijakan Dividen merupakan perusahaan mengenai pembayaran dividen dengan memperhitungkan jumlah pendapatan bersih setelah pajak yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen dan telah ditetapkan dalam RUPS [4].	$DPR = \frac{\text{Dividend per share (DPS)}}{\text{Earning per share (EPS)}}$ <p>Sumber: [9] dan [11]</p>	Rasio
<i>Investment Opportunity Set</i> (X1)	<i>Investment opportunity set</i> merupakan sebuah keputusan yang memiliki potensi untuk mendongkrak harga saham, memberikan sinyal yang menguntungkan bagi pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang dan digunakan sebagai indikator pertumbuhan tersebut [4].	$MBVE = \frac{\text{jumlah saham beredar} \times \text{penutup saham}}{\text{total ekuitas}}$ <p>Sumber: [6] dan [20]</p>	Rasio
<i>Free Cash Flow</i> (X2)	<i>Free Cash Flow</i> merupakan adanya biaya operasi yang diharapkan dan investasi yang diperlukan untuk mempertahankan dan meningkatkan arus kas [23].	$FCF = \frac{\text{Aliran Kas Operasional} - \text{Aliran Kas Investasi}}{\text{Total Aset}}$ <p>Sumber: [9]</p>	Rasio

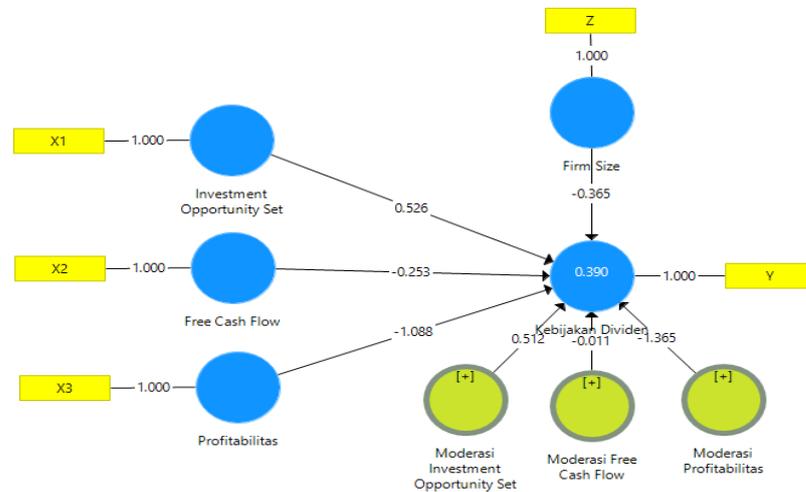
Teknik Analisis

Teknik analisis data menggunakan uji Partial Least Square (PLS). Kegunaan PLS bisa dibagi di dalam dua model, yaitu *inner model* digunakan untuk regresi dan *outer model* digunakan untuk menguji validitas dan realibilitas [24]. Pengujian hipotesis dapat dilakukan dengan melihat nilai t-statistik serta nilai probabilitas. Nilai dan tingkat signifikan yang digunakan untuk pengujian hipotesis t-statistik yaitu 1,96 dengan tingkat signifikan 5%. Hipotesis penelitian diterima jika t-statistik menunjukkan > 1.96. Lalu, untuk menerima atau menolak hipotesis menggunakan nilai probabilitas yaitu hipotesis dapat diterima apabila nilai $p < 0,05$ [25].

III. HASIL DAN PEMBAHASAN

Outer Model

Outer Model yang dimuat pada gambar 2 memiliki fungsi untuk mengevaluasi keabsahan dan keandalan model. Evaluasi dilakukan dengan menggunakan indikator refleksi yang mengukur *composite reliability* dan *cronbach alpha* untuk blok parameteranya, serta validitas konvergen dan diskriminatid dari indikator pembentukan konstruk laten [25]. Berikut ini adalah hasil dari pengujian dari evaluasi tersebut:



Gambar 2. Output *Outer Model* Moderasi *SmartPLS*
 Sumber Gambar: Data diolah oleh *SmartPLS*

Validitas Konvergen

Tabel 3. Composite Reliability

	<i>Composite Reliability</i>
<i>Firm Size</i>	1.000
<i>Free Cash Flow</i>	1.000
<i>Investment Opportunity Set</i>	1.000
Kebijakan Dividen	1.000
Moderasi <i>Free Cash Flow</i>	1.000
Moderasi <i>Investment Opportunity Set</i>	1.000
Moderasi Profitabilitas	1.000
Profitabilitas	1.000

Tabel 4. Cronbach's Alpha

	<i>Cronbach's Alpha</i>
<i>Firm Size</i>	1.000
<i>Free Cash Flow</i>	1.000
<i>Investment Opportunity Set</i>	1.000

Kebijakan Dividen	1.000
Moderasi <i>Free Cash Flow</i>	1.000
Moderasi <i>Investment Opportunity Set</i>	1.000
Moderasi Profitabilitas	1.000
Profitabilitas	1.000

Sumber: Hasil output *SmartPLS*

Berdasarkan hasil di atas hasil dari *outer model* menunjukkan nilai *composite reliability* untuk setiap konstruk yang tercantum pada tabel 3 sangat memuaskan, yakni memiliki nilai yang melebihi 0,70. Selain itu, nilai *cronbach's alpha* untuk setiap konstruk pada tabel 4 juga sangat baik dengan nilai di atas 0,70. Oleh karena itu, dapat ditarik kesimpulan bahwa nilai reliabilitas setiap konstruk tergolong baik

Validitas Diskriminan

Tabel 5. Average Variance Extracted (AVE)

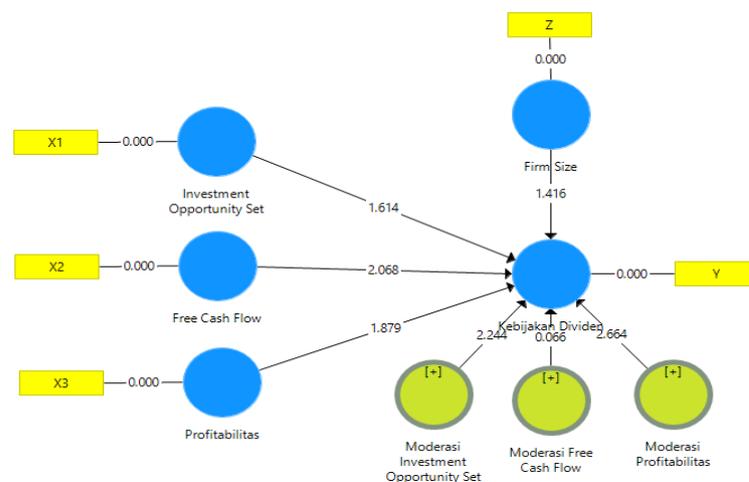
	Average Variance Extracted (AVE)
<i>Firm Size</i>	1.000
<i>Free Cash Flow</i>	1.000
<i>Investment Opportunity Set</i>	1.000
Kebijakan Dividen	1.000
Moderasi <i>Free Cash Flow</i>	1.000
Moderasi <i>Investment Opportunity Set</i>	1.000
Moderasi Profitabilitas	1.000
Profitabilitas	1.000

Sumber: Hasil output *SmartPLS*

Perhitungan *Average Variance Extracted (AVE)* digunakan untuk mengukur validitas beberapa konstruk yang tersedia. Konstruk dikatakan memiliki hasil yang baik pada pengujian *average variance extracted* jika memiliki nilai di atas 0,50 [26]. Tabel 5 menunjukkan hasil pengujian *Average Variance Extracted (AVE)* dengan nilai di atas 0,05. Dapat ditarik kesimpulan bahwa setiap konstruk memiliki tingkat validitas yang baik.

Inner Model

Inner Model pada gambar 3 yang merupakan alat pengujian untuk mengidentifikasi hubungan antar konstruk, nilai signifikan dan nilai *R-square* [26]. Berikut adalah gambar hasil *inner model* moderasi:



Gambar 3. Inner Model Moderasi SmartPLS

Sumber Gambar: Data diolah oleh *SmartPLS*

Tabel 6 R-Square

	<i>R-Square</i>
Kebijakan Dividen	0.390

Sumber: Hasil output
SmartPLS

Pada tabel 6 menunjukkan hasil dari *R-square* yang memiliki validitas konstruk nilai perusahaan sebesar 0,390 atau 39% yang berarti bahwa validitas konstruk *investment opportunity set, free cash flow*, profitabilitas mampu berpengaruh sebesar 39% terhadap kebijakan dividen dan 61% dipengaruhi oleh variabel lain.

Perbandingan antara nilai uji *T statistic* dan *P values* dalam perhitungan *bootstrapping* menghasilkan pebgujian signifikan. Hipotesis dapat diterima apabila nilai *T statistic* lebih besar dari 1,96 dan nilai *P values* kurang dari 0,05. Sebaliknya, jika *T statistic* kurang dari 1,96 dan nilai *P values* lebih dari 0,05 hipotesis akan ditolak. Berikut adalah tabel *path coefficients* hasil dari uji signifikan:

Tabel 7 Path Coefficients

	<i>Original sample (O)</i>	<i>Sample Mean (M)</i>	<i>Standart Error (STERR)</i>	<i>T Statistic</i>	<i>P Values</i>
<i>Firm Size</i> → Kebijakan Dividen	-0.365	-0.361	0.258	1.416	0.157
<i>Free Cash Flow</i> → Kebijakan Dividen	-0.253	-0.259	0.122	2.068	0.039
<i>Investment Opportunity Set</i> → Kebijakan Dividen	0.526	0.480	0.326	1.614	0.107
Moderasi <i>Free Cash Flow</i> → Kebijakan Dividen	-0.011	0.008	0.173	0.066	0.947
Moderasi <i>Investment Opportunity Set</i> → Kebijakan Dividen	0.512	0.579	0.228	2.244	0.025
Moderasi Profitabilitas → Kebijakan Dividen	-1.365	-1.378	0.512	2.664	0.008
Profitabilitas → Kebijakan Dividen	-1.088	-1.000	0.579	1.879	0.061

Sumber: Hasil output *SmartPLS*

Penjelasan tabel 7 dan gambar 3 memperlihatkan hasil pengujian dalam penelitian ini, yang dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil analisis *SmartPLS* pada tabel 7 diketahui bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan diproksikan oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang mempunyai nilai *T statistic* < *T* tabel (1,614 < 1,96) dan *P values* > sig (0,107 > 0,05). Hal ini dikarenakan keputusan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham tidak hanya ditentukan oleh tinggi atau rendahnya nilai *investment opportunity set*, karena jika perusahaan masih memiliki peluang pertumbuhan yang menjanjikan maka perusahaan akan lebih memilih untuk menginvestasikan kembali untuk memajukan perusahaan [20]. Temuan hasil penelitian ini, besar kecilnya kesempatan investasi perusahaan tidak menjamin besar kecilnya pembayaran dividen yang dilakukan manajer perusahaan. Perusahaan akan lebih fokus memaksimalkan laba agar dapat mengakumulasi cadangan laba yang cukup untuk diinvestasikan, hasil temuan penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan penelitian terdahulu oleh [20], [16] dan [9].

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil analisis *SmartPLS* pada tabel 7 diketahui bahwa *Free Cash Flow* (FCF) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen dengan diproksikan oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang mempunyai nilai *T statistic* < *T* tabel (2,068 > 1,96) dan *P values* < sig (0,039 < 0,05). Hal ini terjadi karena besar kecilnya nilai pada *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, karena perusahaan lebih mempertahankan kasnya untuk kelangsungan perusahaan guna meningkatkan nilai investasi perusahaan daripada membagikan dividen kepada investor. Terdapat kemungkinan bahwa perusahaan telah menerapkan kebijakan pembagian dividen yang tetap. Sehingga jumlah kas yang dimilikinya tidak dapat mempengaruhi kebijakan dalam membagikan dividen [12]. Apabila *free cash flow* tinggi, maka perusahaan mungkin saja menahan pembagian dividen karena guna menjaga kestabilan modal agar sesuai dengan kebutuhan perusahaan. Sesuai dengan teori keagenan, apabila perusahaan mempunyai *free cash flow*, maka manajer akan mendapatkan tekanan dari pemegang saham untuk membagikan dividen agar pihak

manajemen tidak menggunakan *free cash flow* untuk hal yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan [27]. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan penelitian terdahulu oleh [12] dan [4].

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil analisis *SmartPLS* pada tabel 7 diketahui bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan diproksikan oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang mempunyai nilai *T statistic* < *T* tabel ($1,879 < 1,96$) dan *P values* > sig ($0,061 > 0,05$). Hal tersebut menandakan perusahaan yang mendapat keuntungan tidak selalu mempengaruhi kebijakan dividen, ketika profitabilitas meningkat belum tentu membagikan dividen karena akan lebih diproksikan untuk kepentingan investasi [28]. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian [29] yang mengatakan bahwa profitabilitas yang dihasilkan digunakan untuk keperluan pendanaan perusahaan, karena kebijakan dividen tidak bisa dipisahkan dari keputusan pendanaan dan untuk pertumbuhan perusahaan. Kondisi ini menggambarkan semakin besar tingkat profitabilitas akan lebih memilih untuk menahan dividennya sebagai laba ditahan dalam upaya mengembangkan usahanya dimasa yang akan datang. Temuan hasil penelitian ini, besar kecilnya profitabilitas mempengaruhi laba ditahan yang akan dibagikan ke dalam dividen. Hasil temuan dari penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya [16] dan [30].

Firm Size Memoderasi Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan analisis *SmartPLS* pada tabel 7 diketahui bahwa *Firm Size* mampu memoderasi hubungan antara *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen yang mempunyai nilai *T statistic* < *T* tabel ($2,244 > 1,96$) dan *P values* < sig ($0,025 < 0,05$) dengan koefisien regresi 0.512. Hal ini dikarenakan perusahaan yang besar akan lebih mudah menarik investor untuk menanam sahamnya, karena perusahaan besar memiliki dana yang lebih besar pula dan dividen yang dibagikan kepada investor lebih banyak. Sehingga, masa depan perusahaan lebih terjamin. Perusahaan yang besar dapat dilihat dari total asetnya. Hal tersebut sesuai dengan *signaling theory* yang menyatakan bahwa terdapat korelasi antara tindakan manajemen atau tindakan internal perusahaan yang dilakukan untuk memberikan arahan kepada investor terkait dengan pandangan manajemen terhadap prospek dimasa depan [2]. Dan hal tersebut menjelaskan bahwa ukuran perusahaan memperkuat hubungan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan peneliti terdahulu oleh [8].

Firm Size Memoderasi Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan analisis *SmartPLS* pada tabel 7 diketahui bahwa *Firm Size* tidak dapat memoderasi hubungan antara *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen yang mempunyai nilai *T statistic* < *T* tabel ($0,066 < 1,96$) dan *P values* > sig ($0,947 > 0,05$) dengan koefisien regresi $-0,011$. Hal ini dikarenakan perusahaan yang besar belum tentu memiliki *free cash flow* yang besar. Sehingga, perusahaan akan menahan pembagian dividen untuk menjaga kestabilan modal agar sesuai dengan kebutuhan perusahaan [4]. Hasil temuan dari penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya [4].

Firm Size Memoderasi Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan analisis *SmartPLS* pada tabel 7 diketahui bahwa *Firm Size* dapat memoderasi hubungan antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen karena mempunyai nilai *T statistic* > *T* tabel ($2,664 > 1,96$) dan *P values* < sig ($0,008 < 0,05$) dengan koefisien regresi $-1,365$. Perusahaan yang tergolong besar memiliki profitabilitas yang tinggi, hal ini terjadi karena perusahaan besar dianggap lebih stabil dalam menghasilkan laba, serta lebih mampu memanfaatkan sumber daya yang dimilikinya daripada perusahaan kecil [31]. Oleh karena itu, perusahaan besar dengan profitabilitas yang tinggi akan cenderung membayar dividen yang tinggi. Sedangkan, perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat cenderung membayar lebih sedikit dividen untuk mempertahankan. Hasil temuan dari penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh peneliti sebelumnya [15], [17], dan [21].

V. KESIMPULAN

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian yang telah dijabarkan, dapat disimpulkan bahwa:

1. *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur sektor konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2017-2021.
2. *Free Cash Flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur sektor konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2017-2021.
3. Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur sektor konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2017-2021.
4. *Firm Size* mampu memoderasi hubungan antara *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur sektor konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2017-2021.

5. *Firm Size* tidak mampu memoderasi hubungan antara *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur sektor konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2017-2021.
6. *Firm Size* mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur sektor konsumsi yang terdaftar di BEI tahun 2017-2021.

Saran yang perlu dilakukan bagi peneliti selanjutnya diharapkan untuk melakukan penelitian lebih luas mengenai faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen dan disarankan untuk meneliti perusahaan pada sektor lainnya, dan bagi investor diharapkan dapat mengambil manfaat untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen, agar para investor dapat mendapatkan dividen sesuai yang diharapkan. Keterbatasan dari penelitian ini terbatas pada variabel tertentu, untuk itu diharapkan pada penelitian selanjutnya disarankan untuk mengembangkan penelitian lebih luas dan menambahkan variabel guna mengetahui faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen.

UCAPAN TERIMAKASIH

Puji dan syukur kepada Allah SWT karena ramat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan penelitian ini dengan baik. Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan terimakasih kepada:

1. Kedua Orang Tua dan Keluarga,
2. Poppy Febriana, S.Sos. M.Med.Kom., Selaku Dekan Fakultas Bisnis, Hukum dan Ilmu Sosial Universitas Muhammadiyah Sidoarjo,
3. Wiwir Hariyanto, SE., M.Si, Selaku Ketua Program Studi Fakultas Bisnis, Hukum dan Ilmu Sosial Universitas Muhammadiyah Sidoarjo, dan
4. Seluruh teman-teman yang telah memberikan support sehingga penelitian ini berjalan dengan lancar.

Semoga jurnal penelitian ini dapat memberikan manfaat untuk pembaca dan menjadi masukan serta motivasi untuk penelitian selanjutnya.

REFERENSI

- [1] L. Lismawati and Suryanto, "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Ukuran Perusahaan Sebagai Pemoderasi," *J. Bisnis Dan Akunt.*, vol. 19, no. 5, pp. 365–374, 2017.
- [2] A. N. Rafika and V. J. Dillak, "Pengaruh Free Cash Flow, Collateralizable Assets dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen (Studi kasus pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman yang terdaftar di bursa efek indonesia periode 2013-2018)," *E-Proceeding Manag.*, vol. 7, no. 2, pp. 2872–2879, 2020.
- [3] D. Darman, "Relevansi Investment Opportunity Set, Kebijakan Utang, dan Ukuran Perusahaan dan Pengaruhnya terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2015-2017," vol. 10, 2019.
- [4] M. Ulfa, A. L. Wijaya, and M. Ubaidillah, "Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Kebijakan Hutang, Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Moderasi (Studi Kasus Pada Sektor Perusahaan Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI 2015-2018)," *Simba*, vol. 17, no. 1, pp. 1–17, 2020.
- [5] H. P. Saragih, "Kecewa Tak Bagi Dividen, Saham Gudang Garam 5% Lebih," *www.cnbcindonesia.com*, 2020. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20200828141752-17-182772/kecewa-tak-bagi-dividen-saham-gudang-garam-rontok-5-lebih>
- [6] G. Tresnonegoro and Fidiana, "Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Dan Invesment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen," *J. Ilmu dan Ris. Akunt.*, vol. 10, no. 12, pp. 1–14, 2021.
- [7] D. Kusumawati and M. Anhar, "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Investment Opportunity Set Dan Implikasinya Terhadap Return Saham," *J. STEI Ekon.*, vol. 28, no. 01, pp. 1–27, 2019, doi: 10.36406/jemi.v28i01.258.
- [8] A. V. N. Maharsi, S. Puryandani, and R. S. Kristanto, "Pengaruh Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Firm Size Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2011-2013 Di Bei," *Magisma J. Ilm. Ekon. dan Bisnis*, vol. 5, no. 2, pp. 39–49, 2019, doi: 10.35829/magisma.v5i2.26.
- [9] N. Zulficha and I. Fahmi, "Analisis Aset Collateral, Free Cash Flow, Invesment Opportunity, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Sektor Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei)," *J. Ilm. Mhs. Ekon. Manaj. TERAKREDITASI SINTA*, vol. 4, no. 4, pp. 722–736, 2021, [Online]. Available: <http://jim.unsyiah.ac.id/ekm>

- [10] Dindha Amelia, “Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Asset Growth, Likuiditas, dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-2018,” vol. 21, no. 1, pp. 1–9, 2020, [Online]. Available: <http://mpoc.org.my/malaysian-palm-oil-industry/>
- [11] H. S. Kresna and L. Ardini, “Pengaruh Free Cash Flow , Profitabilitas , Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen,” *J. Ilmu dan Ris. Akunt.*, vol. 9, no. 3, pp. 1–22, 2020.
- [12] G. Tresnonegoro, “PENGARUH PROFITABILITAS, FREE CASH FLOW, DAN INVESMENT OPPORTUNITY SET TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN Fidia Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya.”
- [13] S. C. Dewi, “Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen,” vol. 10, no. 1, pp. 47–58, 2008.
- [14] N. Adilla, “PENGARUH LIKUIDITAS, SOLVABILITAS, PROFITABILITAS, DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2016),” *J. Ilm. Mhs. FEB Univ. Brawijaya*, vol. 6, no. 1, 2018.
- [15] B. Nurhab, “Jurnal Bingkai Ekonomi,” *J. Bingkai Ekon.*, vol. 5, no. 2, pp. 16–26, 2020.
- [16] Suleiman dan Permatasari, “Pengaruh Profitabilitas , Collateralizable Assets , Investment Opportunity Set , Dan Lagged Dividend,” *J. Papatung*, vol. 5, no. 1, pp. 46–59, 2022.
- [17] T. Nur, “Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen dengan Firm Size sebagai Pemoderasi (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017),” *Esensi*, vol. 21, no. 2, pp. 1–15, 2018.
- [18] I. K. E. R. Trisna and G. Gayatri, “Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh Free Cash Flow dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen,” *E-Jurnal Akunt.*, vol. 26, p. 484, 2019, doi: 10.24843/eja.2019.v26.i01.p18.
- [19] A. Natashadewi, “PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, INVESMENT OPPORTUNITY SET DAN FREE CASH FLOW TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2013 - 2017),” vol. 1, no. 4, pp. 626–636, 2019.
- [20] N. S. Devi, “PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITY SET, FREE CASH FLOW, KEBIJAKAN HUTANG, PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR PERIODE 2014-2017,” 2019.
- [21] M. D. Jayanthi, “Pengaruh Arus Kas, Profitabilitas Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Dan Siklus ...,” 2017, [Online]. Available: [https://dspace.uii.ac.id/handle/123456789/27489%0Ahttps://dspace.uii.ac.id/bitstream/handle/123456789/27489/12312146 Mustika Dwi Jayanthi.pdf?sequence=1](https://dspace.uii.ac.id/handle/123456789/27489%0Ahttps://dspace.uii.ac.id/bitstream/handle/123456789/27489/12312146%20Mustika%20Dwi%20Jayanthi.pdf?sequence=1)
- [22] N. Martono, “Edisi Revisi 2,” *Metod. Penelit. Kuantitatif*, pp. 1–127, 2014, [Online]. Available: <https://play.google.com/books/reader?id=tU11BgAAQBAJ&hl=id&pg=GBS.PT20>
- [23] A. D. Putra and I. Yusra, “Peran Profitabilitas Dalam Memoderasi Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen Di Indonesia,” *J. Manaj. Bisnis*, vol. 04, no. 2, pp. 107–120, 2018.
- [24] A. Wibisono, R. A. Destryana, and A. Ghufrony, “Pelatihan Partial Least Square (PLS) Bagi Mahasiswa,” *J. ABDIRAJA*, vol. 4, no. 2, pp. 24–30, 2021, doi: 10.24929/adr.v4i2.1542.
- [25] H. Ghozali, Imam dan Latan, *Partial Least Squares Konsep, Teknik Penelitian dan Aplikasi Menggunakan Program SmartPLS 3.0*, Edisi 2. Badan Penerbit-Undip, 2015.
- [26] W. Jogiyanto & Abdillah, *Konsep dan Aplikasi PLS Untuk Penelitian Empiris*, Edisi 1. Yogyakarta, 2016.
- [27] I. Rosyida, “Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Struktur Modal Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating (Periode Penelitian 2012-2016),” *J. Akunt. AKUNESA*, pp. 1–20, 2017.
- [28] A. D. Cahyadi and A. Banani, “Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Kontrol,” *Students’ Conf. Account. Bus. Magister Akunt. Univ. Jenderal Soedirman*, vol. 1, no. 1, pp. 259–276, 2022, [Online]. Available: <http://www.jp.feb.unsoed.ac.id/index.php/scoab/article/viewFile/3137/2112>
- [29] R. Rahmawati and R. Rinofah, “Pengaruh Profitabilitas dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Sektor Property, Real Estate & Building Construction yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2019,” *J-MAS (Jurnal Manaj. dan Sains)*, vol. 6, no. 1, p. 25, 2021, doi: 10.33087/jmas.v6i1.226.

- [30] A. T. Rohman, R. M. Mardani, and B. Wahono, "Analisis Pengaruh Investment Opportunity Set, Firm Size, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen," *e-Jurnal Ris. Manaj.*, vol. 08, pp. 13–27, 2019.
- [31] M. D. Wahyuni and I. D. N. Badera, "Ukuran Perusahaan Memoderasi Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Likuiditas pada Kebijakan Dividen," *E-Jurnal Akunt.*, vol. 30, no. 4, p. 1034, 2020, doi: 10.24843/eja.2020.v30.i04.p19.