EKOMA : Jurnal Ekonomi, Manajemen, Akuntansi
Vol.6, No.1, November 2026

Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, *Leverage* dan *Board Size* terhadap Kebijakan Dividen dengan *Investment Opportunity Set* sebagai Moderasi

Blessita Putri Fitonia[1], Nur Afifah[2], Uray Ndaru Mustika[3], M. Ridwan Ristyawan[4], Anwar Azazi[5]
[1,2,3,4,5]Universitas Tanjungpura, Indonesia
E-mail: b102122184@student.untan.ac.id[1], nur.afifah@ekonomi.untan.ac.id[2], urayndarumustika@ekonomi.untan.ac.id[3], m.ridwanristyawan@untan.ac.id[4], anwar.azazi@ekonomi.untan.ac.id[5]

Article History:
Received: 15 September 2026
Revised: 30 Oktober 2026
Accepted: 06 November 2026

Keywords: *Kebijakan Dividen, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Leverage, Board Size, Profitabilitas.*

Abstract: *Kebijakan dividen merupakan keputusan strategis yang berkaitan dengan keseimbangan antara imbal hasil bagi pemegang saham serta kebutuhan pendanaan internal perusahaan. Free Cash Flow, profitabilitas, leverage, dan Board Size menjadi faktor yang mampu memengaruhi kebijakan dividen, sementara Investment Opportunity Set (IOS) dapat memoderasi hubungan tersebut melalui peluang investasi perusahaan. Penelitian ini menganalisis peran moderasi IOS dalam hubungan Free Cash Flow, profitabilitas, leverage, serta Board Size terhadap kebijakan dividen pada 36 perusahaan sektor consumer non-cyclical yang terdaftarkan di BEI periode 2021–2024, dengan purposive sampling. Analisis dijalankan dengan regresi data panel serta Moderated Regression Analysis (MRA) yang berbantuan EViews 13. Temuan memperlihatkan bahwa Free Cash Flow dan profitabilitas berpengaruh positif, leverage berpengaruh negatif, sedangkan Board Size tidak signifikan memengaruhi kebijakan dividen. IOS diidentifikasi mampu memoderasi pengaruh Free Cash Flow serta leverage, tetapi tidak memoderasi pengaruh profitabilitas serta Board Size terhadap kebijakan dividen. Temuan ini menegaskan bahwa kondisi keuangan dan peluang investasi merupakan pertimbangan penting dalam penetuan kebijakan dividen perusahaan.*

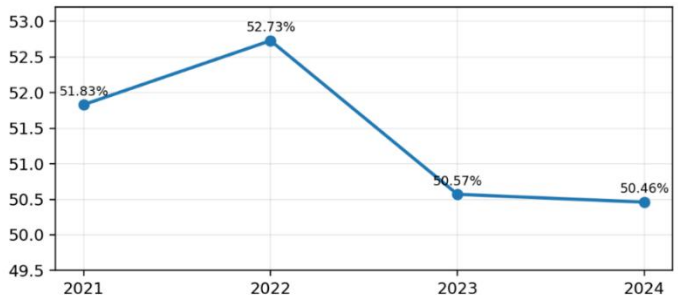
PENDAHULUAN

Kebijakan dividen berperan penting sebagai mekanisme distribusi laba kepada pemegang saham sekaligus mencerminkan kondisi keuangan perusahaan. Bagi investor, kebijakan dividen menjadi satu dari sejumlah pertimbangan yang ditetapkan dalam mengukur prospek pertumbuhan, stabilitas, serta potensi return investasi, terutama di pasar berkembang dengan ketidakpastian ekonomi yang relatif tinggi (Abaalkhail et al., 2025) . Di Indonesia, hak pemegang saham atas

dividen juga memiliki dasar hukum berdasarkan UU Perseroan Terbatas No. 40 Tahun 2007 Pasal 52 ayat (1), sehingga kebijakan dividen penting dari aspek regulasi, tata kelola, dan kepercayaan investor (Handayani & Ibrani, 2023).

Salah satu sektor yang relevan untuk dikaji adalah *consumer non-cyclicals* karena menghasilkan produk kebutuhan pokok yang akan dikonsumsi di beragam kondisi, sehingga operasionalnya cenderung stabil dan tidak terlalu dipengaruhi siklus ekonomi (Krisnady et al., 2024). Namun, kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen tetap bervariasi (Adiwibowo et al., 2021; Ramadhani & Muchtar, 2023) . Hal ini juga tercermin dari kinerja indeks sektor *Consumer Non-Cyclicals* di BEI sepanjang 2021–2024 yang mengalami fluktuasi, yaitu sekitar −16% pada 2021, meningkat menjadi sekitar 8% pada 2022, kemudian melambat menjadi sekitar 1% pada 2023 dan 2024. Kondisi ini menunjukkan bahwa meskipun sektor tersebut relatif stabil dari sisi kebutuhan konsumsi, kinerjanya tetap mengalami perubahan dari tahun ke tahun yang dapat berkaitan dengan keputusan keuangan perusahaan, termasuk kebijakan dividen.

Menariknya, perubahan rata-rata kebijakan dividen sektor *Consumer Non-Cyclicals* tidak selalu searah dengan kinerja indeks sektoral. Rerata *Dividend Payout Ratio* (DPR) meningkat dari 51,83% pada 2021 menjadi 52,73% pada 2022, kemudian menurun menjadi 50,57% pada 2023 dan 50,46% pada 2024, sebagaimana diperlihatkan melalui Gambar 1.



Gambar 1. Grafik Rata-rata DPR Sektor *Consumer Non-Cyclicals* Periode 2021-2024
Sumber: BEI, Data diolah (2026)

Peningkatan rata-rata DPR pada 2022 terjadi seiring pemulihan ekonomi pascapandemi, tetapi kembali menurun pada 2023 dan 2024 meskipun pasar mulai normal. Kondisi ini membuktikan, perubahan kinerja pasar tidak senantiasa diimbangi dengan kondisi berubahnya kebijakan dividen dalam arah yang sama. Meskipun rata-rata DPR masih berada di kisaran 50%, penurunan setelah 2022 mengindikasikan bahwa pembagian dividen tidak selalu meningkat sejalan dengan stabilitas kinerja pasar. Perbedaan pola tersebut memperlihatkan bahwa kebijakan dividen tidak sekadar terdampak oleh kondisi eksternal, namun juga karakteristik dan kondisi internal perusahaannya, sehingga faktor internal yang memengaruhinya perlu dikaji lebih lanjut.

Berbagai faktor internal dapat memengaruhi kebijakan dividen, mencakup *Free Cash Flow* (FCF), profitabilitas, *leverage*, dan *board size* (BDS). FCF merupakan surplus kas usai perusahaan terbukti mampu mencukupi kebutuhan operasional serta investasi. Berdasarkan *Free Cash Flow Hypothesis*, FCF yang tinggi dapat mendorong peningkatan dividen untuk mengurangi konflik keagenan (Jensen, 1986) . Profitabilitas yang tinggi memperlihatkan kemampuan menghasilkan laba dan meningkatkan kapasitas pembagian dividen, sebagaimana *Signaling Theory* yang mengungkapkan, dividen dapat menjadi sinyal positif terkait potensi laba serta stabilitas keuangan perusahaan (Bhattacharya, 1979) . Sebaliknya, *leverage* yang tinggi dapat membatasi pembagian dividen karena perusahaan perlu memprioritaskan kewajiban kepada kreditur (Rozeff, 1982) . Selain faktor keuangan, *board size* berperan sebagai mekanisme

pengawasan yang dapat meminimalisir terjadinya konflik kepentingan antara manajemen beserta *shareholders* (Jensen & Meckling, 1976; Kaur & Kaur, 2025).

Kajian sebelumnya memperlihatkan temuan yang inkonsisten, mengenai pengaruh FCF, profitabilitas, *leverage*, dan *board size* terhadap kebijakan dividen. FCF serta profitabilitas ditemukan menghasilkan dampak positif karena meningkatkan kemampuan perusahaan membagikan dividen, tetapi penelitian lain memperlihatkan hasil tidak signifikan ketika dana lebih diprioritaskan untuk reinvestasi, ekspansi, atau kebutuhan operasional (Adiwibowo et al., 2021; Fitri et al., 2024; Rahayu & Nurul, 2024; Rahmadani & Trisnawati, 2023; Septika et al., 2021; Sherly & Edastami, 2024) . *Leverage* umumnya berpengaruh negatif karena kewajiban utang membatasi pembagian dividen, meskipun terdapat temuan positif ketika perusahaan tetap membagikan dividen dalam memastikan kepercayaan investor tetap terjaga (Akpadaka et al., 2024; Bansir & Pribadi, 2025; Indayanti & Ismanto, 2021; Karim et al., 2025) . Sementara itu, *board size* ditemukan berpengaruh positif melalui fungsi pengawasan, tetapi hasil lain memperlihatkan bahwa efektivitas dewan tidak sekadar ditetapkan melalui jumlah anggota, namun juga objektivitas, kompetensi, dan koordinasi (Boshnak, 2021; Fathony et al., 2025; Kaur & Kaur, 2025; Shah et al., 2024). Ketidakkonsistenan tersebut memperlihatkan adanya faktor lain yang dapat memengaruhi hubungan keempat variabel dengan kebijakan dividen. Studi ini menerapkan *Investment Opportunity Set* (IOS) sebagai variabel moderasi, sebab mencerminkan peluang investasi perusahaannya di masa depan (Gaver & Gaver, 1993) . Berdasarkan *Residual Dividend Theory*, perusahaan memprioritaskan laba untuk membiayai investasi yang menguntungkan dan membagikan sisa laba sebagai dividen. Maka, umumnya perusahaan dengan tingginya IOS mengalokasikan lebih banyak laba untuk investasi, sehingga IOS berpotensi memoderasi hubungan FCF, profitabilitas, *leverage*, dan BDS dengan kebijakan dividen.

Berdasarkan inkonsistensi temuan terdahulu tersebut, studi ini dimaksudkan guna mengujikan pengaruh *Free Cash Flow*, profitabilitas, *leverage*, serta *board size* (BDS) terhadap kebijakan dividen serta peran moderasi *Investment Opportunity Set* (IOS). Penelitian ini memperluas studi sebelumnya dengan menguji IOS sebagai variabel moderasi secara simultan bagi perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* yang terdaftarkan di Bursa Efek Indonesia sepanjang 2021–2024. Periode ini dipilih karena merepresentasikan fase pemulihan ekonomi pascapandemi hingga normalisasi. Studi ini harapannya mampu bermanfaat bagi investor beserta manajemen, dalam menetapkan keputusan kebijakan dividen serta memperkaya bukti empiris terkait peranan IOS yang menjadi variabel moderasinya, khususnya pada sektor *Consumer Non-Cyclicals* di Indonesia.

LANDASAN TEORI

Free Cash Flow Hypothesis

Free Cash Flow Hypothesis Jensen (1986), sebagai pengembangan teori keagenan Jensen & Meckling (1976) memaparkan, tingginya arus kas bebas dapat meningkatkan konflik antara manajemen dan pemegang saham. Kelebihan kas memberi keleluasaan bagi manajemen untuk melakukan investasi berlebihan, membiayai proyek kurang menguntungkan, atau memenuhi kepentingan pribadi sehingga penggunaan dana menjadi tidak efisien. Pembayaran dividen mampu meminimalkan anggaran yang dinaungi manajemen, membatasi tindakan oportunistik, dan mendorong efisiensi modal, sehingga membantu mengurangi konflik dan biaya keagenan (Rozeff, 1982).

Signaling Theory

Signaling Theory Bhattacharya (1979) memaparkan, dividen mampu menjadi sinyal yang mampu meminimalisir information *asymmetry* antara investor serta manajemen, sebab manajemen menyimpan informasi lebih terkait potensi serta kondisi terkini dari perusahaannya. Perusahaan dengan informasi internal yang baik cenderung membayarkan dividen lebih besar dan memperoleh penilaian pasar lebih tinggi (John & Williams, 1985). Profitabilitas yang tinggi juga memperlihatkan kemampuan menghasilkan laba dan membayar dividen, sehingga memperkuat sinyal kinerja dan prospek perusahaan (Nusaputra & Basana, 2020). Kemudian, board size dapat mencerminkan kualitas pengawasan melalui keragaman pengetahuan, pengalaman, dan sumber daya dewan (Boshnak, 2021) .

Residual Dividend Theory

Residual Dividend Theory menjelaskan bahwa dividen dibayarkan dari sisa laba usai perusahaan mencukupi seluruh kebutuhan dalam memodali proyek investasi yang menjanjikan atau mempunyai "*net present value*" positif (Brigham & Houston, 2019). Berdasarkan teori ini, perusahaan akan memprioritaskan penggunaan laba ditahan guna mendanai peluang investasi, sedangkan laba yang tersisa setelah kebutuhan investasi terpenuhi kemudian dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Fama & French (2001) mengungkapkan, perusahaan dengan tingginya peluang pertumbuhan berpotensi lebih rendah dalam membayar dividen. Kondisi ini memperlihatkan, besarnya potensi investasi perusahaan, menghasilkan besarnya dana yang perlu dipertahankan untuk mendukung kegiatan penanaman modal, menghasilkan terbatasnya jumlah ketersediaan laba sebagai dividen yang dapat dibagikan.

Kebijakan Dividen

Sebagai keputusan keuangan fundamental, penentuan alokasi laba bersih antara pembagian dividen bagi *shareholders* serta pendanaan investasi bergantung pada kebijakan dividen (Brigham & Houston, 2019) . Selain sebagai bentuk distribusi laba, kebijakan dividen menjadi indikasi bagi penanam modal dalam mengukur risiko, kondisi, hingga potensi pertumbuhan perusahaan. Konsistensi dan keberlanjutan dividen mampu membangun kepercayaan investor serta mendukung peningkatan nilai perusahaan. Sejumlah hal yang berakibat bagi kebijakan dividen mencakup profitabilitas, arus kas bebas, leverage, tata kelola perusahaan, dan peluang investasi.

Free Cash Flow

Free Cash Flow (FCF) merupakan arus kas dari tindakan operasional setelah dikurangi pengeluaran modal untuk mempertahankan atau memperluas aset produktif perusahaan (Berk & DeMarzo, 2023) . FCF yang tinggi memperlihatkan adanya surplus kas usai memenuhi investasi serta kebutuhan operasionalnya, yang dapat dimanfaatkan dalam membayarkan dividen, melunaskan utang, atau mendukung pertumbuhan. Namun, berdasarkan FCF *Hypothesis*, kas yang berlebih di bawah kendali manajemen dapat menghasilkan terjadinya konflik keagenan apabila pengelolaannya tidak efektif. Maka, pembayaran dividen mampu meminimalkan anggaran yang diatur oleh manajemen sekaligus menekan biaya keagenan (Jensen, 1986).

Profitabilitas

Profitabilitas adalah kapasitas perolehan laba oleh perusahaan dari kegiatan operasionalnya (Damodaran, 2012) (Damodaran, 2012) . Tingginya tingkat Profitabilitas menunjukkan kuatnya kinerja keuangan dan efisiensi manajemen sumber daya. Hal ini memberikan potensi laba yang lebih besar, meningkatkan nilai intrinsik perusahaan, serta

memberi fleksibilitas finansial yang lebih memudahkan penentuan kebijakan dividen. Profitabilitas yang konsisten juga bisa menghasilkan indikasi positif bagi pasar mengenai kesehatan keuangan perusahaannya (Denis & Osobov, 2008) .

Leverage

Leverage mengacu tingkatan pemanfaatan utang oleh perusahaan guna mendanai aset beserta operasinya (Brigham & Houston, 2019) . Tingginya tingkat *leverage* memperlihatkan dependensi perusahaan pada pendanaan eksternal, yang dapat meningkatkan beban kewajiban finansial, seperti pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Beban ini dapat membatasi fleksibilitas keuangan perusahaan dan kemampuannya untuk mendistribusikan laba sebagai dividen, karena prioritas utama adalah memenuhi kewajiban kepada kreditor untuk menghindari risiko kebangkrutan.

Board Size

Board Size mengacu pada jumlah anggota dewan yang menjalankan fungsi pengawasan dan menetapkan kebijakan strategis perusahaan (Septika et al., 2021). Jumlah dewan yang lebih besar dapat memperkuat pengawasan serta menghadirkan keberagaman pandangan dan pengalaman dalam pengambilan keputusan, termasuk kebijakan dividen. Kondisi tersebut berpotensi mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan efektivitas tata kelola melalui transparansi, akuntabilitas, serta konsistensi kebijakan keuangan perusahaan (Fathony et al., 2025).

Investment Opportunity Set

Investment Opportunity Set (IOS) mengindikasikan serangkaian potensi ketersediaan investasi bagi perusahaannya pada masa mendatang dan berpotensi memberikan tingkat pengembalian yang menguntungkan. Myers (1977) menjelaskan, nilai perusahaan tidak sekadar berasal dari kepemilikan aset, namun juga dari pilihan investasi yang dapat direalisasikan pada masa depan. Smith & Watts (1992) menambahkan bahwa IOS mencerminkan peluang pertumbuhan perusahaan, terkait keputusan investasi serta kebijakan keuangan. Tingginya IOS pada sebuah perusahaan menghasilkan kesempatan yang lebih banyak dalam melakukan ekspansi, mengembangkan produk, meningkatkan kapasitas produksi, serta memperluas kegiatan operasional. Maka, IOS dapat dimanfaatkan dalam menggambarkan prospek pertumbuhan dan kebutuhan investasi perusahaannya pada masa mendatang.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

FCF memberikan ruang bagi perusahaan dalam mendanai dividen. Namun, kelebihan kas yang tidak dikelola secara efisien dapat meningkatkan potensi penyalahgunaan oleh manajemen. Pembayaran dividen dapat mengurangi kas yang berpotensi digunakan secara tidak produktif sekaligus menjadi sinyal positif mengenai stabilitas keuangan dan kinerja operasional perusahaan. Rahayu & Nurul (2024), Fitri et al. (2024) dan Ghose et al. (2025) membuktikan, tingginya FCF, menghasilkan kapabilitas perusahaannya lebih besar dalam membayarkan dividen secara berkelanjutan.

H1: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas mencerminkan kapasitas perusahaan untuk memperoleh keuntungan melalui kegiatan operasionalnya. Tingginya tingkat profitabilitas memperlihatkan kapasitas keuangan perusahaan dalam mendistribusikan dividen lebih besar, yang selanjutnya menghasilkan peningkatan kepercayaan investor terhadap kinerja serta prospek perusahaannya. Kemudian, pembayaran dividen juga sering digunakan menjadi sinyal positif tentang stabilitas serta kekuatan keuangan perusahaan di masa mendatang (Bhattacharya, 1979). Sebagaimana kajian oleh Septika et al. (2021) , Widiantari & Wiguna (2023) dan Sherly & Edastami (2024) mengidentifikasi, profitabilitas dengan positif memengaruhi kebijakan dividen. Temuan ini membuktikan, peningkatan laba perusahaan mendorong besarnya peluang distribusi dividen kepada pemegang saham.

H2: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen.

Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan dengan *Leverage* tinggi menimbulkan kewajiban tetap bagi perusahaan dalam pembayaran bunga dan hutang, sehingga dapat mengurangi kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen. Di sisi lain, keberadaan utang dapat menjadi mekanisme pengawasan yang mendorong manajemen agar lebih berhati-hati dalam menggunakan dana perusahaan. Secara umum, peningkatan *leverage* cenderung membatasi kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen sebab mayoritas arus kasnya dimaksudkan guna mencukupi kewajiban finansial. Temuan Indayanti & Ismanto (2021) , Rahmadani & Trisnawati (2023) dan Akpadaka et al. (2024) mengonfirmasi bahwa tingginya *leverage* berbanding terbalik dengan kebijakan dividen. Ini terjadi akibat arus kas perusahaan lebih diutamakan dalam memenuhi kewajiban finansial, sehingga mengurangi kemampuan untuk membagikan dividen.

H3: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen.

Pengaruh *Board Size* terhadap Kebijakan Dividen

Board Size (BDS) mencerminkan total anggota dewan yang berperan mengawasi aktivitas manajemen dan memastikan kebijakan keuangan dijalankan sesuai kepentingan pemegang saham (Septika et al., 2021) . Berdasarkan *Agency Theory* Jensen & Meckling (1976) , semakin besar BDS maka semakin kuat fungsi pengawasan yang mampu meminimalkan konflik keagenan serta mengharuskan perusahaan membayar dividen. Kemudian, menurut *Signaling Theory* Bhattacharya (1979) , dewan yang besar berperan menjaga reputasi perusahaan dengan mengirimkan indikasi positif bagi pasar, dengan kestabilan pembagian dividen. Penelitian sebelumnya memperlihatkan BDS dengan positif memengaruhi kebijakan dividen, di Indonesia serta di negara berkembang Maka, semakin besar *Board Size*, semakin tinggi kecenderungan perusahaan menyalurkan laba dalam bentuk dividen (Fathony et al., 2025; Kaur & Kaur, 2025; Septika et al., 2021).

H4: *Board size* berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen dengan *Investment Opportunity Set* sebagai moderasi

Residual Dividend Theory menjelaskan bahwa perusahaan memprioritaskan dana internal untuk membiayai investasi yang menguntungkan, sedangkan sisa dana setelah kebutuhan investasi terpenuhi dibagikan sebagai dividen (Brigham & Houston, 2019) . Maka, alokasi *Free Cash Flow* untuk investasi atau dividen bergantung pada ketersediaan potensi investasi. IOS mengindikasikan kesempatan investasi perusahaannya di kemudian hari, sehingga perbedaan IOS

dapat memengaruhi proporsi FCF yang digunakan untuk investasi maupun dividen (Myers, 1977). Nguyen Trong & Nguyen (2021), Agarwal & Chakraverty (2023) dan Januarsi & Sanusi (2024) memperlihatkan bahwa hubungan FCF dan kebijakan dividen berkaitan dengan peluang investasi perusahaan. Maka, IOS diduga memoderasi pengaruh FCF terhadap kebijakan dividen.

H5: *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen dengan *Investment Opportunity Set* sebagai moderasi

Profitabilitas memperlihatkan kemampuan perusahaannya dalam menghasilkan laba, yang dapat dimanfaatkan dalam menanamkan modal maupun membayarkan dividen. Profitabilitas yang tinggi meningkatkan sumber dana internal dan kemampuan perusahaan membagikan dividen (Fama & French, 2001) . Temuan AlGhazali et al. (2024) juga menunjukkan bahwa profitabilitas berperan dalam keputusan pembayaran dividen perusahaan. Namun, besarnya laba yang dibagikan juga dipengaruhi peluang investasi karena perusahaan perlu mempertimbangkan kebutuhan pendanaan untuk merealisasikannya. Berdasarkan *Residual Dividend Theory*, pembayaran dividen dihasilkan melalui sisa laba usai memenuhi kebutuhan dalam berinvestasi, sehingga perbedaan *Investment Opportunity Set* (IOS) dapat memengaruhi proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen (Smith & Watts, 1992) . Temuan Baker et al. (2025) juga memperlihatkan keterkaitan profitabilitas dan peluang pertumbuhan dalam keputusan dividen. Maka, IOS diduga memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

H6: *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen.

Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen dengan *Investment Opportunity Set* sebagai moderasi

Leverage menimbulkan kewajiban pembayaran bunga dan pokok pinjaman yang perlu dipertimbangkan dalam penggunaan dana perusahaan, termasuk untuk investasi dan dividen. Di sisi lain, peluang investasi turut menentukan kebutuhan pendanaan, sehingga perusahaan dengan tingginya IOS mempunyai perbedaan kebutuhan dana investasi. Smith & Watts (1992) menjelaskan bahwa IOS berhubungan dengan pendanaan, keputusan investasi, serta kebijakan dividen. Temuan Danila et al. (2020) serta Junaidi et al. (2024) juga mengidentifikasi, peluang investasi berkaitan dengan struktur pendanaan serta kebijakan dividen. Maka, IOS diduga memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

H7: *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

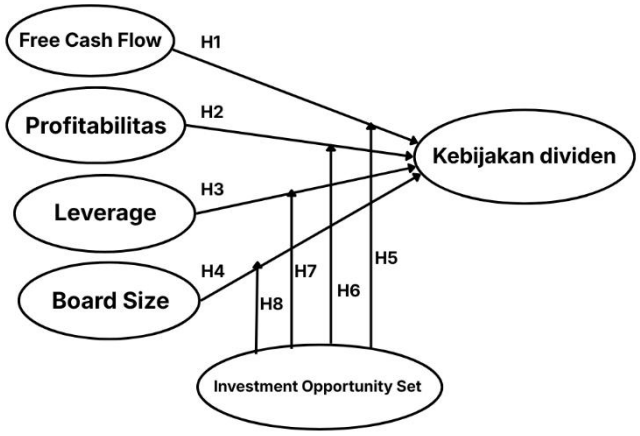
Pengaruh *Board Size* terhadap Kebijakan Dividen dengan *Investment Opportunity Set* sebagai moderasi

Dalam perspektif tata kelola perusahaan, BDS merupakan mekanisme pengawasan yang dapat memengaruhi kebijakan dividen (Khan, 2022) . Umumnya, dewan yang lebih besar memperlihatkan perbedaan pengalaman, pengetahuan, serta sumber daya sehingga dapat memperkuat pengawasan dan mempertimbangkan kepentingan pemegang saham (Boshnak, 2021) . Kaur & Kaur (2025) juga menemukan bahwa karakteristik dewan berperan dalam kebijakan dividen. Namun, pengaruh BDS dapat berbeda sesuai peluang investasi perusahaan. Perusahaan dengan tingginya IOS mempunyai perbedaan kebutuhan pendanaan investasi, sehingga pertimbangan penggunaan laba juga dapat berubah. Maka, IOS diduga memoderasi

pengaruh *board size* terhadap kebijakan dividen.

H8: *Investment Opportunity Set* memoderasi pengaruh *Board Size* terhadap Kebijakan Dividen.

Kerangka Konseptual



Gambar 2. Kerangka Penelitian

METODE PENELITIAN

Studi ini menerapkan pendekatan kuantitatif, serta desain kausalitas, guna mengujikan korelasi kausalitas antarvariabel, dengan memanfaatkan data numerik serta pengujian statistik. Melalui desain ini, pengukuran terhadap pengaruh *FCF*, profitabilitas, *leverage*, hingga *Board Size* terhadap kebijakan dividen dapat dijalankan, sementara *Investment Opportunity Set* (IOS) ditempatkan sebagai variabel moderasinya. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2021–2024. Seluruh data diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia dan laman resmi masing-masing perusahaan.

Populasi penelitian mencakup 131 perusahaan sektor *Consumer Non-Cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode pengamatan. Sampel ditentukan menggunakan teknik *purposive sampling* berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, yaitu perusahaan yang terdaftar selama periode 2021–2024, menyediakan laporan keuangan yang diperlukan, dan membagikan dividen kas sesuai kriteria penelitian. Berdasarkan proses seleksi tersebut diperoleh 36 perusahaan, sehingga jumlah observasi penelitian sebanyak 144 observasi perusahaan-tahun (36 perusahaan × 4 tahun).

Analisis data dilakukan menggunakan regresi data panel dengan bantuan perangkat lunak EViews. Pemilihan model regresi data panel dilakukan melalui Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Lagrange Multiplier (LM) untuk menentukan model yang paling sesuai di antara *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model*, dan *Random Effect Model*. Selanjutnya dilakukan pengujian asumsi klasik yang relevan untuk memastikan kelayakan model. Pengujian moderasi *investment opportunity set* dilakukan menggunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA) dengan memasukkan variabel interaksi antara IOS dan masing-masing variabel independen. Pengujian hipotesis dilakukan melalui uji parsial (uji t), uji simultan (uji F), serta koefisien determinasi (Adjusted R^2).

Pengukuran Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diukur menggunakan Dividend Payout Ratio (DPR), yaitu perbandingan antara dividend per share dan earning per share (Ghose et al., 2025; Kaur & Kaur, 2025). Variabel independen terdiri atas free cash flow, profitabilitas, leverage, dan board size. Free cash flow diukur berdasarkan selisih arus kas operasi dan belanja modal yang kemudian dibandingkan dengan total aset (Ghose et al., 2025; Momany et al., 2024) . Profitabilitas diproksikan dengan Return on Assets (ROA), yaitu perbandingan laba bersih terhadap total aset (Dabboussi, 2024; Khan, 2022) . Leverage diproksikan dengan Debt to Asset Ratio (DAR), yaitu perbandingan total liabilitas terhadap total aset (Boshnak, 2021; Momany et al., 2024). Sementara itu, board size diukur berdasarkan jumlah keseluruhan anggota dewan perusahaan (Boshnak, 2021; Khan, 2022). Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah investment opportunity set (IOS) yang diproksikan menggunakan Market to Book Value of Assets (MBVA). MBVA menggambarkan peluang investasi perusahaan dengan membandingkan nilai aset yang mencerminkan nilai pasar ekuitas dan liabilitas terhadap total aset (Firmansyah et al., 2022; Yuniar & Andayani, 2024).

Model regresi yang ditetapkan mencakup:

Model 1 :

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 BDS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Model 2 :

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 BDS_{it} + \beta_5 IOS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Model 3 :

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 BDS_{it} + \beta_5 IOS_{it} + \beta_6 (FCF \times IOS)_{it} + \beta_7 (ROA \times IOS)_{it} + \beta_8 (DAR \times IOS)_{it} + \beta_9 (BDS \times IOS)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Karakteristik data penelitian dipaparkan melalui hasil analisis statistik deskriptif, mencakup nilai maksimum serta minimum, rerata, serta standar deviasi. Mengacu pada perolehan statistik deskriptif pada Tabel 1, variabel kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) tampak memperoleh nilai rata-rata senilai 0,513979, dengan rentang nilai antara 0,096265 sebagai nilai terendah hingga 1,111111 sebagai nilai tertinggi. Besaran rata-rata ini mencerminkan bahwa secara umum perusahaan mendistribusikan sekitar 51,39% dari keuntungannya pada *shareholders,* yang berbentuk dividen. Bagi FCF, diperoleh rerata senilai 0,082078, dengan nilai terendah mencapai −0,072728 serta nilai tertingginya senilai 0,477430. Munculnya nilai minimum yang bernilai negatif mengindikasikan terdapat perusahaan yang menghadapi defisit arus kas bebas selama periode pengamatan. Dari aspek profitabilitas (ROA), tercatat rerata senilai 0,093904, serta nilai terendah −0,005437, tertinggi 0,331943, memperlihatkan tingkat efisiensi pengelolaan aset yang beragam dalam menghasilkan laba. *Leverage* yang diproksikan dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR) menghasilkan rerata senilai 0,421561, dengan rentang 0,067154 sampai 0,866058, yang berarti struktur modal perusahaan didominasi oleh utang senilai 42,15% dari total asetnya. *Board Size* (BDS) mencatat nilai rata-rata senilai 10,24306, dengan jumlah anggota dewan berkisar antara 5 hingga 19 orang. Hasil tersebut memperlihatkan adanya variasi jumlah anggota dewan antarperusahaan. *Investment Opportunity Set* (IOS) sebagai variabel moderasi menghasilkan rerata 1,960141, dengan sebaran

nilai dari 0,513316 hingga 9,945394. yang mengindikasikan adanya perbedaan peluang investasi antarperusahaan sepanjang periode penelitian.

Tabel 1. Analisis Statistik Deskriptif

	DPR	FCF	ROA	DAR	BDS	IOS
Mean	0.513979	0.082078	0.093904	0.421561	10.24306	1.960141
Median	0.498980	0.068924	0.079773	0.424279	10.00000	1.395407
Maximum	1.111111	0.477430	0.331943	0.866058	19.00000	9.945394
Minimum	0.096265	-0.072728	-0.005437	0.067154	5.00000	0.513316
Std. Dev.	0.187674	0.096444	0.065902	0.188086	3.330819	1.654841

Sumber: Data diolah menggunakan EViews (2026)

Pemilihan Model

Penentuan model regresi data panel dijalankan dengan Uji Chow, Uji Hausman, serta Uji *Lagrange Multiplier* (LM). Hasil Uji Chow memperlihatkan probabilitas 0,0000 pada ketiga model, maka diidentifikasi *Fixed Effect Model* (FEM) yang lebih tepat dibanding *Common Effect Model*. Uji Hausman memperlihatkan probabilitas 0,1577 (Model 1), 0,2280 (Model 2), dan 0,8245 (Model 3), yang semuanya > 0,05, maka *Random Effect Model* (REM) lebih sesuai dibanding FEM. Pengujian LM pada ketiga modelnya juga memperlihatkan probabilitas 0,0000, yang menguatkan keunggulan REM dibanding CEM. Melalui ketiga pengujiannya, REM dinyatakan sebagai model estimasi paling tepat bagi penelitian ini.

Tabel 2. Pemilihan Model Regresi Data Panel

Pengujian	Model 1	Model 2	Model 3
Uji Chow	0.0000 (FEM)	0.0000 (FEM)	0.0000 (FEM)
Uji Hausman	0.1577 (REM)	0.2280 (REM)	0.8245 (REM)
Uji LM	0.0000 (REM)	0.0000 (REM)	0.0000 (REM)
Model Terpilih	**REM**	**REM**	**REM**

Sumber: Data diolah menggunakan EViews (2026)

Asumsi Klasik

Asumsi klasik dijalankan untuk menjamin bahwa penggunaan model regresinya dinilai layak, maka pengestimasian yang dihasilkan bersifat valid, tidak bias, konsisten, dan efisien. Berbeda dengan regresi linear biasa, regresi data panel tidak menerapkan keseluruhan jenis pengujian asumsi klasik. Maka, studi ini sekadar menerapkan pengujian multikolinearitas serta heteroskedastisitas, karena kedua uji tersebut dianggap paling relevan dengan kebutuhan analisis data dalam penelitian ini (basuki, 2021) .

Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dijalankan guna menelusuri ada tidaknya korelasi kuat antarvariabel independennya, dengan melihat matriks korelasi. Ketika dihasilkan nilai korelasi antarvariabel bebas < 0,80, maka model terbebas dari gejala multikolinearitas. Hasil pengujian memperlihatkan bahwa keseluruhan nilai korelasi antarvariabel independennya lebih rendah

dibanding batasnya, sehingga penelitian dinyatakan terbebas dari multikolinearitas.

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas

	DPR	FCF	ROA	DAR	BDS	IOS
DPR	1.000000					
FCF	0.510721	1.000000				
ROA	0.636955	0.609417	1.000000			
DAR	-0.234730	0.115790	-0.066666	1.000000		
BDS	-0.028379	0.118252	-0.048701	0.251911	1.000000	
IOS	0.566046	0.558124	0.721395	0.239870	0.072789	1.000000

Sumber: Data diolah menggunakan EViews (2026)

Uji Heteroskedastisitas

Pengujian terhadap gejala heteroskedastisitas pada penelitian ini menggunakan metode Breusch-Pagan-Godfrey. Berdasarkan hasil pengujian, diperoleh nilai probabilitas Obs*R-squared sebesar 0,1588, yang lebih tinggi dibandingkan tingkat signifikansi 0,05. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa model regresi tidak mengalami heteroskedastisitas.

Tabel 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	1.613489	Prob. F(5,138)	0.1604
Obs*R-squared	7.953260	Prob. Chi-Square(5)	0.1588
Scaled explained SS	13.55224	Prob. Chi-Square(5)	0.0187

Sumber: Data diolah menggunakan EViews (2026)

Hasil Estimasi Model Regresi Data Panel

Hipotesis pada studi ini diujikan melalui tiga model regresi yang diestimasi menggunakan *Random Effect Model* (REM). Model 1 digunakan untuk mengujikan pengaruh langsung FCF, profitabilitas (ROA), *leverage* (DAR), serta *Board Size* (BDS) terhadap kebijakan dividen (DPR). Model 2 menambahkan *Investment Opportunity Set* (IOS) sebagai variabel independen langsung, sedangkan Model 3 digunakan untuk menguji peran IOS sebagai variabel moderasi dengan menetapkan variabel interaksi antara IOS dengan tiap variabel independennya. Hasil pengujian Model 1 memperlihatkan bahwa FCF dengan positif serta signifikan memengaruhi kebijakan dividen, tampak melalui koefisien 0,431348 serta probabilitas 0,0000. ROA juga memperlihatkan pengaruh positif dan signifikan, tampak melalui koefisien 0,852204 dan probabilitas 0,0002. Sementara itu, DAR dengan negatif serta signifikan memengaruhi kebijakan dividen, tampak melalui koefisien −0,271806 serta probabilitas 0,0038. Adapun BDS tidak berpengaruh signifikan, tampak melalui koefisien 0,001228 serta probabilitas 0,8059.

Pada Model 2, setelah IOS dimasukkan sebagai variabel langsung, IOS terbukti dengan positif serta signifikan memengaruhi kebijakan dividen, tampak melalui koefisien 0,023739 serta probabilitas 0,0351. Hasil pengujian Model 3 memperlihatkan bahwa interaksi FCF × IOS menghasilkan koefisien senilai −0,183306, tampak melalui probabilitas 0,0031, yang membuktikan IOS memoderasi pengaruh FCF terhadap kebijakan dividen. Interaksi ROA × IOS memperlihatkan koefisien −0,130265 dengan probabilitas 0,2420, sehingga IOS tidak terbukti memoderasi pengaruh ROA terhadap kebijakan dividen. Interaksi DAR × IOS menghasilkan koefisien 0,165377 dengan probabilitas 0,0074, yang memperlihatkan bahwa IOS terbukti

memoderasi pengaruh DAR terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, interaksi BDS × IOS tidak signifikan, tampak melalui koefisien 0,002537 dan probabilitas 0,3740, sehingga IOS tidak terbukti memoderasi pengaruh BDS terhadap kebijakan dividen.

Tabel 5. Hasil Regresi

Variabel	REM					
	Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
Constant	0.500550	0.0000	0.496735	0.0000	0.571173	0.0000
FCF	0.431348	0.0000	0.411464	0.0000	0.765317	0.0000
ROA	0.852204	0.0002	0.582472	0.0283	0.905823	0.0074
DAR	-0.271806	0.0038	-0.303613	0.0011	-0.577080	0.0001
BDS	0.001228	0.8059	0.000999	0.8373	-0.002774	0.6746
IOS	-	-	0.023739	0.0351	-0.027745	0.4234
FCF×IOS	-	-	-	-	-0.183306	0.0031
ROA×IOS	-	-	-	-	-0.130265	0.2420
DAR×IOS	-	-	-	-	0.165377	0.0074
BDS×IOS	-	-	-	-	0.002537	0.3740
R-Square	0.302654		0.331207		0.412977	
Adj R-Square	0.282586		0.306979		0.373551	
F-Statistic	15.08176		13.66839		10.47451	
Prob(F-statistic)	0.000000		0.000000		0.000000	

Sumber: Data diolah menggunakan EViews (2026)

Uji Statistik F dan Koefisien Determinasi (*Adj R-Square*)

Merujuk pada perolehan Uji Statistik F, dihasilkan nilai F-statistic senilai 15,08176 pada Model 1, 13,66839 pada Model 2, serta 10,47451 pada Model 3. Ketiga model tersebut sama-sama menghasilkan nilai Prob(*F-statistic*) senilai 0,000000 < taraf Sig. 0,05. Penemuan ini mengindikasikan bahwa secara simultan, keseluruhan variabel independen pada masing-masing modelnya signifikan memengaruhi kebijakan dividen.

Nilai *Adjusted R-Square* pada Model 1 tercatat senilai 0,282586, maka variabel FCF, ROA, DAR, dan BDS secara bersama-sama mampu menjelaskan sekitar 28,26% variasi kebijakan dividen, sementara sisanya senilai 71,74% diterangkah oleh faktor lainnya yang tidak ikut diujikan pada studi ini. Pada Model 2, setelah IOS dimasukkan sebagai variabel langsung, nilai Adjusted R-Square memperlihatkan peningkatan hingga 0,306979, ataupun mampu menjelaskan 30,70% variasi kebijakan dividen. Peningkatan ini berlanjut pada Model 3, di mana penambahan variabel interaksi (moderasi) meningkatkan *Adjusted R-Square* menjadi 0,373551, maka model mampu menjelaskan 37,36% variasi kebijakan dividen, sementara 62,64% sisanya diterangkan oleh faktor lainnya yang tidak ikut diujikan. Peningkatan nilai *Adjusted R-Square* dari Model 1 ke Model 3 memperlihatkan bahwa penambahan IOS, baik sebagai variabel langsung maupun sebagai variabel moderasi, memperbesar daya jelas model terhadap kebijakan dividen.

Pembahasan

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan pengujian data, FCF terbukti dengan positif serta signifikan memengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Hal ini mengindikasikan, besarnya ketersediaan surplus kas, menghasilkan kuatnya kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen pada tiap *shareholders*. Penemuan ini selaras dengan *Free Cash Flow Hypothesis* yang mengungkapkan, pembayaran dividen mampu meminimalkan kelebihan arus kas bebas yang berada di bawah kendali manajemen, yang dapat menekan potensi konflik keagenan (Jensen, 1986) . FCF yang tinggi merefleksikan kapasitas perusahaan dalam menghasilkan kas setelah seluruh pengeluaran operasi dan investasi terpenuhi, yang kemudian mampu mempermudah ruang gerak finansial bagi distribusi dividen (Rahayu & Nurul, 2024) . Berdasarkan temuan ini, hipotesis 1 dinyatakan diterima. Hasil ini memperkuat temuan Maquieira et al. (2023) , Rahayu & Nurul (2024) , dan Ghose et al. (2025) yang juga menyimpulkan bahwa FCF memainkan peran penting dalam mendorong pembayaran dividen.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Hasil analisis memperlihatkan bahwa profitabilitas (ROA) dengan positif serta signifikan memengaruhi kebijakan dividen. Temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan laba yang dihasilkan dari aset perusahaan akan memperbesar kecenderungan distribusi dividen kepada pemegang saham. Merujuk pada *Signaling Theory*, pembayaran dividen mampu menjadi indikasi positif bagi investor terkait kondisi finansial serta potensi perusahaannya ke depan, sehingga entitas dengan profitabilitas tinggi cenderung membagikan dividen untuk meyakinkan pasar atas kinerjanya yang baik (Shah et al., 2024) . Kemudian, tingginya Profitabilitas memperlihatkan kapasitas perusahaan dalam menghasilkan laba dari kepemilikan aset, sehingga menyediakan sumber dana internal yang lebih besar untuk pembayaran dividen (Ghose et al., 2025) . Merujuk pada temuan ini, ditarik simpulan bahwa hipotesis 2 “diterima”. Kesimpulan ini selaras dengan kajian Septika et al. (2021), Widiantari & Wiguna (2023), Momany et al. (2024), hingga Ghose et al. (2025) yang juga menegaskan peran penting profitabilitas dalam mendorong pembayaran dividen.

Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Analisis memperlihatkan bahwa *leverage* (DAR) dengan negatif serta signifikan memengaruhi kebijakan dividen. Maka, tingginya utang perusahaan, menghasilkan rendahnya kecenderungan perusahaan membagikan dividen. Dalam perspektif *Agency Theory*, peningkatan utang menyebabkan beban bunga serta pokok pinjaman semakin besar, maka perusahaan lebih memprioritaskan pemenuhan kewajiban kepada kreditur dan mengurangi pembayaran dividen (Akpadaka et al., 2024; Rozeff, 1982) . Kondisi ini juga membatasi fleksibilitas keuangan perusahaan dalam membagikan dividen (Rahayu & Nurul, 2024) . Temuan ini selaras dengan Indayanti & Ismanto (2021) , Akpadaka et al. (2024) , Shah et al. (2024) , serta Rahayu & Nurul (2024) yang memperlihatkan bahwa leverage yang tinggi cenderung menurunkan pembayaran dividen karena perusahaan memprioritaskan pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Maka, hipotesis 3 dinyatakan “diterima”.

Pengaruh *Board Size* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil pengolahan data, *Board Size* tidak terbukti signifikan memengaruhi kebijakan dividen. Artinya, jumlah anggota dewan bukan menjadi faktor utama dalam konteks

penentuan kebijakan dividen. Meskipun secara teoritis, lebih besarnya jumlah dewan mampu mengembangkan pengawasan serta pengambilan keputusan, ukuran yang terlalu besar dapat menimbulkan kendala koordinasi dan komunikasi sehingga tidak selalu meningkatkan efektivitas pengawasan (Khan, 2022). Hasil ini selaras dengan kajian Boshnak (2021), Tjipta et al. (2022), Shah et al. (2024) yang memperlihatkan bahwa *Board Size* tidak signifikan memengaruhi kebijakan dividen. Maka, jumlah anggota dewan tidak serta merta mampu memperlihatkan efektivitas pengawasan maupun kualitas pengambilan keputusan perusahaan, maka hipotesis 4 dinyatakan "ditolak".

Investment Opportunity Set Memoderasi Hubungan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil analisis, *Investment Opportunity Set* (IOS) terbukti memoderasikan pengaruh *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen dengan memperlemah pengaruh positif FCF. Artinya, pada perusahaan dengan peluang investasi tinggi, besarnya FCF tidak selalu diikuti peningkatan pembayaran dividen karena dana cenderung dipertahankan untuk membiayai investasi dan ekspansi usaha. Temuan ini selaras dengan *Residual Dividend Theory* yang mengungkapkan, perusahaan memprioritaskan dana internal untuk membiayai investasi yang menguntungkan, sementara sisa dana dapat dibagikan sebagai dividen (Ismail & Anridho, 2024; Nguyen Trong & Nguyen, 2021). Denis & Osobov (2008) juga menunjukkan bahwa keputusan pembayaran dividen berkaitan dengan ketersediaan dana internal dan peluang investasi, sedangkan Agarwal & Chakraverty (2023) menemukan bahwa peluang pertumbuhan yang lebih tinggi cenderung diikuti pembayaran dividen yang lebih rendah. Maka, semakin tinggi IOS, semakin lemah pengaruh FCF dalam mendorong peningkatan pembayaran dividen. Hasil ini memperlihatkan bahwa peluang investasi menjadi pertimbangan penting dalam menentukan alokasi FCF antara investasi dan dividen, sehingga hipotesis 5 dalam penelitian ini dinyatakan "diterima".

Investment Opportunity Set Memoderasi Hubungan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan analisis yang dilakukan, *Investment Opportunity Set* (IOS) diidentifikasi tidak mampu memoderasikan keterkaitan antara profitabilitas serta kebijakan dividen. *Signaling Theory* menyatakan bahwa umumnya, perusahaan dengan tingginya profitabilitas akan memanfaatkan dividen sebagai sinyal positif mengenai kinerja serta prospek perusahaan (Bhattacharya, 1979) . Profitabilitas akan memperlihatkan kapasitas perusahaannya dalam menghasilkan laba yang dapat dialokasikan dalam mencukupi hak *shareholders,* maka ketika profitabilitas perusahaannya tinggi, diketahui lebih berkapasitas untuk mempertahankan pembayaran dividen (de Souza Junior et al., 2024; Saputra & Hartono, 2025) . Meskipun demikian, Tinggi rendahnya *IOS* diidentifikasi tidak terbukti mengubah kekuatan pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Kajian ini membuktikan, kapasitas perusahaan menghasilkan laba tetap menjadi pertimbangan dalam pembayaran dividen, tetapi perbedaan tingkat peluang investasi belum terbukti mengubah hubungan tersebut secara signifikan. Berdasarkan hasil temuan ditarik simpulan bahwa hipotesis 6 dinyatakan "ditolak".

Investment Opportunity Set Memoderasi Hubungan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Perolehan analisis memperlihatkan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) terbukti memoderasikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen. Koefisien interaksi yang positif memperlihatkan bahwa IOS mampu melemahkan dampak negatif *leverage* terhadap kebijakan

dividen. Artinya, pada perusahaan dengan peluang investasi tinggi, peningkatan *leverage* menyebabkan penurunan pembayaran dividen yang relatif lebih kecil. Berdasarkan *Residual Dividend Theory*, perusahaan perlu menyeimbangkan penggunaan dana untuk kewajiban utang, investasi, dan pembayaran dividen. Perusahaan dengan IOS tinggi memiliki kebutuhan pendanaan yang lebih besar sehingga keputusan terkait *leverage* dan dividen turut mempertimbangkan peluang pertumbuhan perusahaan. Temuan ini selaras dengan Smith & Watts (1992) yang menjelaskan, IOS berkaitan dengan keputusan pendanaan dan kebijakan dividen, serta Danila et al. (2020) dan Agarwal & Chakraverty (2023) yang mengungkapkan, peluang pertumbuhan memengaruhi struktur modal serta kebijakan dividen. Maka, IOS terbukti mengubah pengaruh leverage terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis 7 dinyatakan "diterima".

Peran *Investment Opportunity Set* dalam Memoderasi Pengaruh *Board Size* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil pengujian, IOS diketahui tidak terbukti memoderasikan hubungan antara *Board Size* dan kebijakan dividen. Artinya, tinggi atau rendahnya peluang investasi tidak mengubah pengaruh jumlah anggota dewan terhadap keputusan pembagian dividen. Berdasarkan *Residual Dividend Theory*, peluang investasi seharusnya menjadi pertimbangan dalam menentukan alokasi laba antara investasi dan dividen, namun dalam penelitian ini IOS tidak terbukti mengubah hubungan tersebut. Kondisi ini dapat terjadi karena penentuan efektivitas dewan tidak sekadar diketahui melalui jumlah anggota, namun juga independensi, kompetensi, pengalaman, frekuensi rapat, dan koordinasi. Jumlah dewan yang besar bahkan dapat menimbulkan kendala komunikasi dan memperlambat pengambilan keputusan (Jensen, 1993) . Penemuan ini selaras dengan Boshnak (2021) dan Tjipta et al. (2022) yang membuktikan, *Board Size* bukan satu-satunya faktor penentu kebijakan dividen, melainkan terdapat karakteristik tata kelola lain seperti komposisi dewan dan struktur kepemilikan. Maka, IOS tidak dapat memoderasikan keterkaitan *Board Size* dengan kebijakan dividen, maka hipotesis 8 dinyatakan "ditolak".

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian, *Free Cash Flow* serta profitabilitas (ROA) dengan positif serta signifikan memengaruhi kebijakan dividen, sementara leverage (DAR) berpengaruh negatif serta signifikan. *Board Size* tidak signifikan memengaruhi kebijakan dividen. IOS terbukti memoderasi pengaruh *Free Cash Flow* dan *leverage*, tetapi tidak memoderasi pengaruh profitabilitas dan *Board Size*. Hasil ini membuktikan, kebijakan dividen perusahaan *consumer non-cyclical* lebih terdampak oleh kondisi keuangan dan peluang investasi perusahaan dibanding faktor tata kelola.

Bagi kajian selanjutnya, disarankan agar dapat mengikutsertakan variabel lainnya, misalnya likuiditas, ukuran perusahaan, kepemilikan saham, hingga mekanisme tata kelola, serta menggunakan proksi IOS yang lebih beragam dan memperluas sektor maupun periode penelitian. Bagi perusahaan, temuan ini mampu menjadi pertimbangan dalam menyeimbangkan kebutuhan pendanaan investasi dengan pembayaran dividen, sedangkan investor dapat mempertimbangkan *Free Cash Flow*, profitabilitas, *leverage*, dan peluang investasi sebagai bahan dalam pengambilan keputusan investasi.

DAFTAR REFERENSI

Abaalkhail, L., McCluskey, T., & Power, D. (2025). Dividend announcements and share price dynamics: new evidence from Saudi-listed companies using event study approach. *Frontiers in Applied Mathematics and Statistics*, *11*. https://doi.org/10.3389/fams.2025.1574134

Adiwibowo, A. S., Larasati, O., & Nurmala, P. (2021). Pengaruh Free Cash Flow Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Deviden. *Jurnal Riset Keuangan Dan Akuntansi*, *7*(1), 29–43. https://doi.org/https://doi.org/10.25134/jrka.v7i1.4400

Agarwal, N., & Chakraverty, A. (2023). Growth Opportunities, Information Asymmetry, and Dividend Payout: Evidence from Mandatory IFRS Adoption. *European Accounting Review*, *32*(1), 113–139. https://doi.org/10.1080/09638180.2021.1938622

Akpadaka, O. S., Farouk, M. A., Dang, D. Y., & Fodio, M. I. (2024). Does Profitability Moderate the Relationship Between the Leverage and Dividend Policy of Manufacturing Firms in Nigeria and South Africa? *Journal of Risk and Financial Management*, *17*(12), 563. https://doi.org/10.3390/jrfm17120563

AlGhazali, A., Al-Yahyaee, K. H., Fairchild, R., & Guney, Y. (2024). What do dividend changes reveal? Theory and evidence from a unique environment. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *62*(2), 499–552. https://doi.org/10.1007/s11156-023-01211-x

Baker, H. K., Kilincarslan, E., & Demiralay, S. (2025). A zero cash dividend policy: the UK experience. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *65*(2), 837–883. https://doi.org/10.1007/s11156-024-01362-5

Bansir, N. A., & Pribadi, M. I. (2025). Pengaruh Leverage dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar dalam Indeks High Dividend 20. *Journal of Human and Corporate Behavior*, *1*(1), 10–19.

basuki, agus tri. (2021). *Analisis data panel dalam penelitian ekonomi dan Bisnis: Dilengkapi dengan Penggunaan EViews* (pertama).

Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). *Corporate Finance* (6th ed.). Pearson Higher Ed.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, *10*(1), 259–270. https://doi.org/https://doi.org/10.2307/3003330

Boshnak, H. A. (2021). The impact of board composition and ownership structure on dividend payout policy: evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Emerging Markets*, *18*(9), 3178–3200. https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2021-0791

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management* (15th ed.). Cengage Learning.

Dabboussi, M. (2024). Does Debt Structure Explain the Relationship between Agency Cost of Free Cash Flow and Dividend Payment? Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Risk and Financial Management*, *17*(223). https://doi.org/10.3390/jrfm17060223

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.

Danila, N., Noreen, U., Azizan, N. A., Farid, M., & Ahmed, Z. (2020). Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policy in Emerging Market: Indonesia Case Study. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, *7*(10), 1–8. https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.001

de Souza Junior, W. D., Hijazi, M. M., & da Silva, T. P. (2024). Determinants of Dividend Payout Policy: More Evidence From Emerging Markets of G20 Bloc. *International*

Journal of Finance and Economics, *30*(4), 4113–4124. https://doi.org/10.1002/ijfe.3111

Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, *89*(1), 62–82. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing "rm characteristics or lower propensity to pay? In *Journal of Financial Economics* (Vol. 60).

Fathony, H. R., Aldi, M. F., & Sumarno, R. A. (2025). Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Keuangan Asean-5. *Jurnal Administrasi Profesional*, *6*(2), 211–226. https://doi.org/10.32722/jap.v6i2.8116

Firmansyah, A., Arham, A., Qadri, R. A., Wibowo, P., Irawan, F., Kustiani, N. A., Wijaya, S., Andriani, A. F., Arfiansyah, Z., Kurniawati, L., Mabrur, A., Dinarjito, A., Kusumawati, R., & Mahrus, M. L. (2022). Political connections, investment opportunity sets, tax avoidance: does corporate social responsibility disclosure in Indonesia have a role? *Heliyon*, *8*(8). https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e10155

Fitri, N. L., Pangaribuan, D., & Yuniati, T. (2024). Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Food And Beverage. *SENTRI: Jurnal Riset Ilmiah*, *3*(2), 740–760.

Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, *16*(1–3), 125–160.https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90007-3

Ghose, B., Tyagi, P. K., Sharma, P., Gogoi, N., Singh, P. K., Ngima, Y., Vasudevan, A., & Gope, K. (2025). Exploring New Aspects of Corporate Dividend Policy: Case of an Emerging Nation. *Journal of Risk and Financial Management*, *18*(5). https://doi.org/10.3390/jrfm18050232

Handayani, Y. D., & Ibrani, E. Y. (2023). The Role of Dividend Policy in Explaining Corporate Governance and Profitability on Firm Value. *Ekuilibrium: Jurnal Ilmiah Bidang Ilmu Ekonomi*, *18*(1), 22–36. http://journal.umpo.ac.id/index.php/ekuilibrium

Indayanti, A. R. R., & Ismanto, H. (2021). Analysis of Sales Growth and Financial Factor Determining Dividend Distribution Policy: A Sample of Indonesia Manufacturing Companies. *Jurnal Manajemen Indonesia*, *21*(2), 130–140. https://doi.org/10.25124/jmi.v21i2.2471

Ismail, A. F., & Anridho, N. (2024). The Managerial and Government Ownership Effect on Dividend Policy: The Moderating Role of Investment Opportunities. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, *16*(2), 187–201. https://doi.org/10.15294/jda.v16i2.6560

Januarsi, Y., & Sanusi, F. (2024). Profitability and dividend policy: How does free cash flow explain this relationship? *Jurnal Siasat Bisnis*, *28*(1), 56–70. https://doi.org/10.20885/jsb.vol28.iss1.art4

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, *76*(2), 323–329. http://www.jstor.org/stable/1818789 .

Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, *48*(3), 831–880. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, *3*, 305–360.

John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The*

Journal of Finance, *40*(4), 1053–1070. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x

Junaidi, J., Soewarno, N., & Isnalita, I. (2024). The Impact of The Investment Opportunity Set on Dividends: An Effect of Sustainable Growth Rate. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, *14*(4). https://doi.org/10.22219/jrak.v14i4.37803

Karim, abdul, Purnamasari, Y. F., Young, F. c, Febrianto, H. G., Zatira, D., & Fitriana, A. I. (2025). The Moderating Effect Of Profitability On Dividend Policy In Indonesian Infrastructure Companies. *JRAK : Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, *17*(1), 159–174. https://doi.org/10.23969/jrak.v17i2.22566

Kaur, J., & Kaur, K. (2025). Board composition, ownership structure and dividend policy: Evidence from NSE listed companies in India. *International Journal of Law and Management*, *67*(3), 392–408. https://doi.org/10.1108/IJLMA-07-2023-0163

Khan, A. (2022). Ownership structure, board characteristics and dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance (Bingley)*, *22*(2), 340–363. https://doi.org/10.1108/CG-04-2021-0129

Krisnady, L., Rumanda, E., Sam, S., Yuniati, A., & Umbing, G. B. (2024). Pengaruh Karakteristik Dewan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Sektor Consumer Non-Cyclicals yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020-2021. *Jurnal Akuntansi AKUNESA*, *12*(2). https://doi.org/10.26740/akunesa

Maquieira, C. P., Arias, J. T., & Espinosa-Méndez, C. (2023). The relationship between dividend payout and economic policy uncertainty (EPU), ownership concentration and free cash flow in Chile. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja* , *36*(3). https://doi.org/10.1080/1331677X.2023.2203208

Momany, M., Bataineh, K., & Al-Bataineh, O. (2024). Determinants of UK companies' dividend policy. *Investment Management and Financial Innovations*, *21*(1), 386–396. https://doi.org/10.21511/imfi.21(1).2024.29

Myers, S. C. (1977). Determinants Of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, *5*(2), 147–175. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0

Nguyen Trong, N., & Nguyen, C. T. (2021). Firm performance: the moderation impact of debt and dividend policies on overinvestment. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, *28*(1), 47–63. https://doi.org/10.1108/JABES-12-2019-0128

Nusaputra, F., & Basana, S. R. (2020). The Effect Of Agency Costs, Ownership Structure, Signaling, Investment Opportunities, Size, Financial Leverage, And Profitability On Dividend Policy Of Companies Listed In Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Financial and Investment Studies (IJFIS)*, *1*(2), 109–120. https://doi.org/10.9744/ijfis.1.2.109-120

Rahayu, R., & Nurul, F. (2024). Dividend Policy Determinants with Profitability as a Moderating Variable. *Journal of Accounting, Management, and Economics Research (JAMER)*, *3*(1), 1–14. https://doi.org/10.33476/jamer.v3i1.181

Rahmadani, D. W., & Trisnawati, R. (2023). The Effects of Leverage, Liquidity, and Investment Opportunities on Dividend Policy With Profability As A Moderated Variable. *The International Journal of Business Management and Technology*, *7*(1), 709–720. www.theijbmt.com

Ramadhani, N., & Muchtar, S. (2023). Pengaruh Dividend Policy Terhadap Share Price Volatility Perusahaan Consumer Non-Cyclicals Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Pendidikan Ekonomi (JURKAMI)*, *8*(1), 180–193. https://doi.org/10.31932/jpe.v8i1.2103

Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta And Agency Costs As Determinants Of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, *5*(3), 249–259. https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x

Saputra, A., & Hartono, H. (2025). The Effect of Liquidity, Profitability, and Firm Size on Dividend Policy in Infrastructure Companies on the Indonesia Stock Exchange. *Journal La Bisecoman*, *6*(5), 974–989. https://doi.org/10.37899/journallabisecoman.v6i5.2760

Septika, E., Mudjiyanti, R., Hariyanto, E., & Wibowo Hardiyanto. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Hutang, Likuiditas, Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen. *Review of Applied Accounting Research*, *1*(2), 17–26. http://jurnalnasional.ump.ac.id/index.php/RAAR/

Shah, A., Shome, S., & Bhayani, S. (2024). Firms Characteristics and Board Composition Impact on Dividend Policy: A Study on Role of Crisis (Pandemic) Period in Indian Context. *Journal of Commerce and Accounting Research*, *13*(2), 50–64. https://doi.org/10.21863/jcar/2024.13.2.005

Sherly, S., & Edastami, M. (2024). Pengaruh Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas, Leverage dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Makanan dan Minuman. *Jurnal Mahasiswa Humanis*, *4*(3), 951–966. https://doi.org/https://doi.org/10.37481/jmh.v4i3.1027

Smith, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financtal Economics*, *32*(3), 263–292. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W

Tjipta, R. V., Murhadi, W. R., & Ernawati, E. (2022). The Effect of Corporate Governance toward Dividend Payout Ratio. *Journal of Entrepreneurship & Business*, *3*(2). https://doi.org/10.24123/jeb.v3i2.4984

Widiantari, K. S., & Wiguna, Ig. N. M. (2023). Pengaruh Profitabilitas dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderasi. *Journal Management, Business, and Accounting*, *22*(1), 38–52.

Yuniar, G. T., & Andayani, S. (2024). Pengaruh Investment Opportunity Set dan Profitability terhadap Earnings Quality. *Owner: Riset & Jurnal Akuntansi*, *8*(4), 4306–4315. https://doi.org/10.33395/owner.v8i4.2378