



## Pengaruh *sales growth*, *collateralizable assets*, *investment opportunity set*, dan *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen

Mayang Sari\*, R.A. Sista Paramita

Universitas Negeri Surabaya

\*Email korespondensi: [mayang.21165@mhs.unesa.ac.id](mailto:mayang.21165@mhs.unesa.ac.id)

### Abstract

*This study investigates the impact of sales growth, collateralizable assets, investment opportunity set, and managerial ownership on dividend policy among consumer non-cyclical companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2021 to 2023. Using a quantitative approach with panel data regression analysis in STATA version 17, the study analyzes secondary data obtained from 41 purposively selected companies. The findings reveal that the investment opportunity set, measured by the market-to-book value of equity (MBVE), exerts a positive and significant effect on dividend policy. In contrast, sales growth, collateralizable assets, and managerial ownership show no statistically significant effect. The implications are that stability can minimize credit risk, careful management and transparency in profit allocation can reduce agency conflicts, and the level of managerial ownership does not necessarily exert a consistent influence on dividend policy. The study highlights the importance of maintaining strong investment prospects, implementing effective corporate governance, and making strategic financial decision to support consistent and sustainable dividend distributions.*

**Keywords:** *collateralizable assets; dividend policy; investment opportunity set; managerial ownership; sales growth.*

<https://doi.org/10.26740/jim.v13n4.p826-841>

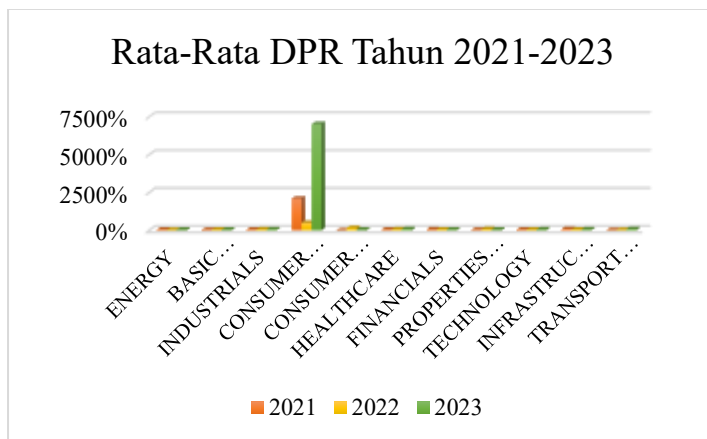
Received: June 28, 2025; Revised: November 1, 2025; Accepted: November 20, 2025; Available online: December 31, 2025

Copyright © 2025, The Author(s). Published by Universitas Negeri Surabaya. This is an open access article under the CC-BY International License (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

### Pendahuluan

Peran dan fungsi pasar modal yaitu sebagai penyedia fasilitas untuk mempertemukan pihak yang membutuhkan dana (emiten) dan pihak yang memberikan dana (investor) (Kautsar, 2012). Beberapa investor cenderung memilih berinvestasi pada perusahaan yang mampu memberikan *return* lebih tinggi serta dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan secara berkelanjutan. Berdasarkan data ksei.co.id, total *Single Investor Identification* (SID) di pasar modal meningkat hingga 18,01% pada 2021-2023.

Teori *catering* membuktikan bahwa yang mampu mendorong keputusan pendistribusian dividen perusahaan ialah permintaan investor (Baker & Wurgler, 2004). Dividen merupakan salah satu bentuk kompensasi perusahaan terbuka bagi emiten yang ikut serta berinvestasi (Sajiwo & Arifin, 2023). Peningkatan dividen dapat memperkuat kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan. Kebijakan dividen sangat diperlukan karena perusahaan harus memutuskan ke mana aktivitas investasi akan diarahkan, guna memaksimalkan laba, dan nilai perusahaan (Andaswari *et al.*, 2017). Manajemen harus teliti dalam mengambil keputusan mengenai kebijakan dividen, karena perubahan dalam kebijakan tersebut dapat mendorong pemegang saham untuk menjual sahamnya (Lestari *et al.*, 2016). Adapun hasil perhitungan rata-rata *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada 11 sektor perusahaan tahun 2021-2023 dalam penelitian ini sebagai berikut:



Sumber: idx.co.id (Data diolah oleh peneliti, 2024)

**Gambar 1. Rata-Rata Dividend Payout Ratio Sektoral 2021-2023**

Gambar 1 menunjukkan pergerakan rata-rata DPR tahun 2021-2023 pada 11 sektor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Diagram batang diatas mengindikasikan bahwa sektor yang memiliki rata-rata DPR tertinggi yaitu sektor *consumer non-cyclicals* dengan nilai sebesar 3.186%. Sektor *consumer non-cyclicals* mempunyai sub-sektor dengan rata-rata DPR tertinggi pada perusahaan *food and beverage* sebesar 4.339% sedangkan terendah pada perusahaan *nondurable household products* sebesar 29%. Adapun perbandingan pertumbuhan DPR sektoral pada penelitian ini antara lain:



Sumber: idx.co.id (Data diolah oleh peneliti, 2024)

**Gambar 2. Perbandingan Pertumbuhan DPR Sektoral 2021-2023**

Gambar 2 menunjukkan pergerakan pertumbuhan *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada periode 2021–2023 di 11 sektor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Dari keseluruhan sektor, hanya sektor *consumer non-cyclicals* yang mengalami pertumbuhan DPR positif, sedangkan 10 sektor lainnya seperti *energy*, *basic materials*, *technology*, dan sektor lainnya menunjukkan pertumbuhan DPR negatif. Pada sektor *consumer non-cyclicals*, pertumbuhan DPR tahun 2021–2022 tercatat sebesar 395% dan meningkat tajam hingga 6.918% pada tahun 2022–2023, atau sekitar 18 kali lipat dari tahun sebelumnya. Fenomena tersebut terjadi bersamaan dengan melemahnya Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada tahun 2023, yang turun sebesar 2,76% dan ditutup pada level 6.850,74, kondisi terburuk sepanjang periode pengamatan. Penurunan IHSG dipengaruhi oleh meningkatnya inflasi pada bahan

baku makanan dan komoditas sebagai dampak dari kebijakan stimulus moneter (*Quantitative Easing*). Meskipun IHSG melemah, sektor *consumer non-cyclicals* tetap menunjukkan performa terbaik dengan pertumbuhan sebesar 2,9% pada tahun 2022–2023. Berdasarkan fenomena tersebut, penelitian ini difokuskan pada sektor *consumer non-cyclicals* sebagai objek kajian, mengingat sektor ini mampu mempertahankan kinerja positif di tengah tekanan pasar yang ditandai dengan pelemahan IHSG.

Terdapat beberapa variabel yang diyakini berpengaruh terhadap kebijakan dividen. *Sales growth* merupakan tingkat pengukuran pertumbuhan penjualan yang dijadikan bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan dividen perusahaan (Suharmadi & Suropto, 2023). Menurut Arrozaq (2022), *sales growth* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, karena peningkatan penjualan akan meningkatkan laba dan memperbesar kemungkinan perusahaan membagikan dividen dalam jumlah lebih besar. Namun, hasil berbeda ditunjukkan oleh Taufiqurrahman (2021) yang menyatakan bahwa *sales growth* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Variabel lain yang juga relevan adalah *collateralizable assets*, yaitu aset perusahaan yang dijadikan jaminan pinjaman kepada kreditur (Sukarti *et al.*, 2023). Sidharta dan Nariman (2021) menemukan bahwa *collateralizable assets* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, karena tingginya nilai aset yang dapat dijaminkan mengindikasikan rendahnya konflik keagenan, rendahnya risiko *free cash flow*, serta meningkatnya pembayaran dividen. Sebaliknya, Suharmadi dan Suropto (2023) menunjukkan bahwa *collateralizable assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Selanjutnya, *investment opportunity set* merupakan indikator pertumbuhan perusahaan yang mengacu pada peluang investasi masa depan yang dimiliki perusahaan (Indrayati *et al.*, 2021). Saifi (2019) menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, karena tingginya peluang investasi dapat menjadi sinyal keyakinan manajemen maupun investor terhadap prospek perusahaan dalam memberikan imbal hasil kepada pemegang saham. Namun, Rizal & Triyanto (2021) menemukan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Variabel terakhir adalah *managerial ownership*, yaitu kondisi ketika manajer memiliki saham perusahaan sekaligus berpartisipasi dalam pengambilan keputusan sebagai pihak manajemen dan pemegang saham (Harefa & Jelanti, 2023). Pradnyani (2024) menyatakan bahwa *managerial ownership* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, karena peningkatan kepemilikan saham oleh manajemen dapat mengurangi konflik keagenan dan risiko *free cash flow*, sehingga manajer dan pemegang saham memiliki tujuan yang sama untuk memperoleh dividen. Sebaliknya, Rifqi (2024) menunjukkan bahwa *managerial ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan fenomena dan *research gap* dari penelitian terdahulu mengenai kebijakan dividen, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *sales growth*, *collateralizable assets*, *investment opportunity set*, dan *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor *industrials* di Bursa Efek Indonesia.

## Kajian Pustaka

### *Signaling Theory*

Menurut Spence (1973), *signaling theory* menjelaskan bagaimana manajemen menyampaikan informasi yang relevan kepada investor melalui sinyal yang memengaruhi pengambilan keputusan investasi, sehingga dapat meminimalisasi ketimpangan informasi di pasar. Selanjutnya, Shil dan Das (2017) menyatakan bahwa teori sinyal menggambarkan adanya ketimpangan informasi antara manajer dan investor, di mana manajer memanfaatkan pembagian dividen yang tinggi sebagai sinyal kepada pasar mengenai prospek perusahaan. Peningkatan dividen yang didistribusikan kepada pemegang saham menjadi sinyal bagi investor bahwa perusahaan memiliki kas dan aset yang memadai.

### Agency Theory

Menurut Jensen dan Meckling (1976), *agency theory* menjelaskan hubungan antara *principal* dan *agent* dalam menjalankan aktivitas perusahaan. Manajer diberi wewenang oleh *principal* untuk menetapkan keputusan sesuai dengan kepentingan perusahaan, namun sering kali memiliki prioritas yang berbeda dalam pandangan. Dari sudut pandang manajer, pembagian dividen cenderung ditunda dengan alasan untuk mendukung investasi dan pengembangan usaha. Sebaliknya, pemegang saham mengharapkan pembagian dividen dalam jumlah besar sebagai imbal hasil atas investasi yang telah dilakukan (Nisa, 2019). Investor umumnya lebih mendukung pembagian laba dalam bentuk dividen dibandingkan pendistribusian dana ke proyek yang tidak memberikan nilai tambah. Selain itu, perusahaan diharapkan memberikan transparansi dalam penggunaan modal agar kepercayaan investor tetap terjaga (Louziri & Oubal, 2022).

### Bird in the Hand Theory

Kebijakan dividen dijelaskan oleh 5 teori yaitu *dividend irrelevance theory*, *residual dividend theory*, *bird in the hand theory*, *trade off theory*, dan *pecking order theory*, tetapi pada penelitian ini hanya menggunakan 1 teori yang relevan yaitu *the bird in the hand*. Menurut Gordon (1959), *bird in the hand theory* menyatakan mayoritas investor lebih menyukai pembayaran dividen pada saat ini daripada menundanya dalam bentuk *capital gain*, karena dividen dianggap lebih pasti dan kurang berisiko. Teori ini berasal dari pepatah “*A bird in the hand is worth more than two in the bush*”, berarti sesuatu yang pasti dimiliki saat ini lebih berharga dibanding sesuatu yang tidak pasti di masa depan. Investor lebih menyukai kepastian (*bird in the hand*) dalam bentuk dividen tunai daripada dijanjikan keuntungan yang belum pasti (*bird in the bush*).

### Kebijakan Dividen

Untuk memutuskan membagi laba dalam bentuk dividen atau laba ditahan disebut kebijakan dividen. Pemegang saham dan manajer memiliki perbedaan pandangan dalam ekspansi bisnis, pemegang saham memilih untuk mendistribusikan dividen sedangkan manajer memilih laba ditahan (Cahyono & Asandimitra, 2021). Kebijakan dividen diprosikan oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR) yaitu persentase laba bersih yang dialokasikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai. Kebijakan dividen dapat dihitung menggunakan DPR dengan rumus (1) (Atmaja, 2008)

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

Adapun rumus untuk menghitung komponen dalam perhitungan DPR ada pada rumus (2) dan (3):

$$DPS = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham}}{\text{Jumlah Saham Beredar}} \dots\dots\dots (2)$$

$$EPS = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Saham Beredar}} \dots\dots\dots (3)$$

### Sales Growth

Untuk memperkirakan pertumbuhan penjualan dimasa datang dan merefleksikan keberhasilan investasi dimasa lalu serta diperlukan untuk mendorong operasional perusahaan dalam menghasilkan laba disebut *sales growth* (Taufiqurrahman *et al.*, 2021). *Sales growth* merupakan perbandingan penjualan tahun sekarang dengan tahun sebelumnya yang diprosikan menggunakan rumus (4) (Harahap, 2016)

$$SG = \frac{\text{Penjualan (t)} - \text{Penjualan (t-1)}}{\text{Penjualan (t-1)}} \dots\dots\dots (4)$$

### ***Collateralizable Assets***

Penjaminan utang perusahaan berupa aset seperti perusahaan, tanah, dan bangunan disebut *collateralizable assets* (Hariyanti & Pangestuti, 2021). *Collateralizable assets* digunakan untuk penjaminan masalah pemegang saham dan kreditur dalam bentuk biaya keagenan (Rizal & Triyanto, 2021). Aset tetap dibagi dengan total aset merupakan pengukuran dari *collateralizable assets* yang diprosikan dengan rumus (5) (Sukarti *et al.*, 2023)

$$COLLAS = \frac{\text{Total Fixed Assets}}{\text{Total Assets}} \dots\dots\dots (5)$$

### ***Investment Opportunity Set***

Peluang perusahaan dalam berinvestasi dengan tujuan menciptakan laba disebut *investment opportunity set* (Hartono *et al.*, 2021). Perbandingan antara kapitalisasi pasar dengan total ekuitas merupakan rasio perhitungan dari *IOS* yang diprosikan *market to book value of equity (MBVE)*. Jumlah saham beredar dikalikan dengan harga saham digunakan untuk mencari nilai dari kapitalisasi pasar dengan rumus (6) (Kautsar, 2012)

$$MBVE = \frac{\text{Market Capital}}{\text{Modal Sendiri}} \dots\dots\dots (6)$$

### ***Managerial Ownership***

Persentase kepemilikan saham manajerial yang dimiliki oleh manajemen yang berpartisipasi mengambil keputusan dalam perusahaan seperti direktur, pemegang saham, dan komisaris disebut *managerial ownership* (Harefa & Jelanti, 2023). Persentase saham kepemilikan manajerial dapat dihitung menggunakan rumus (7) (Hasan & Septiningrum, 2023)

$$MO = \frac{\text{Total Saham Manajemen}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\% \dots\dots\dots (7)$$

### ***Pengaruh Antar Variabel***

*Sales growth* digunakan untuk memperkirakan pertumbuhan penjualan di masa depan serta merefleksikan keberhasilan investasi di masa lalu. Peningkatan penjualan akan meningkatkan laba dan memperbesar kemungkinan pembagian dividen yang lebih besar kepada investor (Hutagalung & Setiawati, 2020). Jika dikaitkan dengan *signaling theory*, peningkatan *sales growth* menunjukkan bahwa perusahaan memiliki arus kas yang kuat dan profitabilitas yang berkelanjutan. Dalam kondisi tersebut, perusahaan cenderung meningkatkan pembayaran dividen kepada *shareholders* sebagai sinyal optimisme perusahaan (Arrozaq *et al.*, 2022).

Namun, *sales growth* juga dapat memberikan dampak negatif terhadap kebijakan dividen. Pertumbuhan penjualan yang agresif membutuhkan dana lebih besar untuk mendanai ekspansi dan investasi (Hutagalung & Setiawati, 2020). *Sales growth* yang tinggi menghasilkan laba ditahan dalam jumlah besar, sehingga perusahaan tidak harus membagikannya dalam bentuk dividen (Ardiyanto & Laily, 2023). Selain itu, akses pasar yang baik dan penjualan tinggi tidak selalu mendukung peningkatan distribusi dividen (Dewi *et al.*, 2020). Jika dikaitkan dengan *signaling theory*, peningkatan *sales growth* memberi peluang investasi yang membutuhkan modal besar, sehingga perusahaan cenderung menahan laba dan mengurangi pembayaran dividen sebagai tanda kepada investor bahwa perusahaan berfokus pada pertumbuhan jangka panjang (Aini & Sawitri, 2020).

H1: *Sales growth* mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals*.

*Collateralizable assets* digunakan sebagai jaminan utang perusahaan berupa aset seperti perusahaan, tanah, dan bangunan (Hariyanti & Pangestuti, 2021). *Collateralizable assets* berpengaruh signifikan terhadap distribusi dividen karena dapat meminimalisir masalah keagenan antara manajemen dan kreditur. Kepercayaan kreditur terhadap kapasitas perusahaan dalam membayar utang akan meningkat apabila perusahaan memiliki aset yang tinggi. Dalam kondisi tersebut, kreditur memberikan kebebasan kepada perusahaan untuk membayar dividen (Witanto & Lesmana, 2023). Jika dikaitkan dengan *agency theory*, tingginya *collateralizable assets* mengindikasikan rendahnya konflik keagenan, menurunnya risiko *free cash flow*, serta meningkatnya pembayaran dividen (Hasan *et al.*, 2021).

Namun, peningkatan *collateralizable assets* juga dapat berdampak negatif, yakni menurunkan kontribusi aset tetap terhadap keseluruhan aset. Perusahaan cenderung mengutamakan pembayaran kewajiban dari laba yang diperoleh dibandingkan mendistribusikan kepada *shareholders*, sehingga jumlah dividen yang dibagikan menurun (Rizal & Triyanto, 2021). Selain itu, kepemilikan *collateralizable assets* tidak selalu menentukan bahwa perusahaan akan membagikan dividen lebih tinggi, karena kreditur tidak memberikan dorongan untuk menahan dividen (Sukarti *et al.*, 2023). Jika dikaitkan dengan *agency theory*, perusahaan yang memiliki aset jaminan (*collateral assets*) dalam jumlah besar biasanya memiliki kebutuhan pendanaan eksternal yang lebih sedikit. Oleh karena itu, perusahaan tersebut tidak memanfaatkan dividen sebagai sarana untuk mengatasi konflik keagenan (Rizal & Triyanto, 2021).

H2: *Collateralizable assets* mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals*.

*Investment opportunity set* mencerminkan kapasitas perusahaan dalam menghasilkan laba. Jika peluang investasi tinggi, maka hal tersebut memberikan isyarat positif kepada investor untuk melakukan investasi (Sukarti *et al.*, 2023). Selain itu, keuntungan yang diperoleh serta dividen yang dibayarkan kepada *shareholders* juga meningkat (Maharsi *et al.*, 2019). Jika dikaitkan dengan *signaling theory*, kebijakan dividen yang stabil dalam kondisi *investment opportunity set* yang tinggi dapat diartikan sebagai sinyal keyakinan manajemen terhadap prospek perusahaan dalam memberikan imbal hasil kepada pemegang saham serta kemampuan mendanai proyek-proyek investasi (Saifi, 2019).

Namun, terdapat pula pengaruh negatif. Ketika perusahaan melakukan investasi, pihak manajerial cenderung lebih memprioritaskan penggunaan dana internal dibandingkan dana eksternal. Kesempatan investasi yang tinggi dapat menurunkan tingkat pendistribusian dividen (Sajiwo & Arifin, 2023). Perusahaan dengan kondisi keuangan positif biasanya lebih memilih melakukan reinvestasi daripada membayar dividen atau mendistribusikan laba (Rizal & Triyanto, 2021). Jika dikaitkan dengan *signaling theory*, perusahaan dengan banyak peluang investasi cenderung menahan laba dan mengurangi pembayaran dividen sebagai sinyal kepada investor bahwa perusahaan berfokus pada peningkatan nilai perusahaan dan pertumbuhan jangka panjang (Yani & Maharani, 2022).

H3: *Investment opportunity set* mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals*.

Peningkatan *managerial ownership* dapat mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan, karena manajer dan pemegang saham berbagi tujuan yang sama untuk memperoleh dividen (Hasan *et al.*, 2021). Jika proporsi saham yang dimiliki manajemen tinggi, maka posisi manajer dalam perusahaan semakin kuat, sehingga mendorong mereka untuk lebih aktif dalam mengupayakan kepentingan pemegang saham maupun kepentingan pribadi (Azizah & Paramita, 2024). Jika dikaitkan dengan *agency theory*, peningkatan kepemilikan manajerial dapat meminimalisir konflik keagenan serta menurunkan risiko *free cash flow* (Pradnyani *et al.*, 2024).

Namun, peningkatan *managerial ownership* juga dapat berdampak negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini terjadi karena manajer lebih memilih menahan laba daripada mendistribusikannya, sehingga jumlah dividen yang dibagikan menurun dan dana yang dialokasikan untuk ekspansi bisnis berkurang (Rifqi *et al.*, 2024). Ketika persentase saham yang dimiliki manajer semakin tinggi, maka peran manajer dalam perusahaan semakin kuat, sehingga mereka secara aktif mengejar kepentingan pemegang saham maupun kepentingan pribadi (Azizah & Paramita, 2024). Jika dikaitkan dengan *agency theory*, kepemilikan manajerial yang tinggi menunjukkan bahwa manajer memiliki kendali lebih besar atas perusahaan. Dalam kondisi tersebut, manajer cenderung lebih fokus pada pertumbuhan perusahaan dibandingkan melakukan pembayaran dividen kepada pemegang saham, sehingga berpotensi menimbulkan konflik keagenan baru (Tarmizi & Agnes, 2016).

H4: *Managerial ownership* mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals*.

## Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian kuantitatif dengan pendekatan kausalitas. Penelitian kausalitas digunakan untuk menguji dan memberikan kesimpulan yang konklusif mengenai hubungan sebab akibat antar variabel yang dianalisis yaitu variabel independen dan dependen. Data yang digunakan adalah data sekunder yang dikumpulkan dari laporan tahunan perusahaan di situs idx.co.id berupa numerik. Populasi yang digunakan sebanyak 98 perusahaan dengan sampel 41 perusahaan menggunakan teknik *purposive sampling* pada sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2021-2023. Adapun kriteria sampel pada penelitian ini yaitu perusahaan yang membagikan dividen selama 3 tahun berturut-turut pada 2021-2023. Teknik analisis data menggunakan statistik deskriptif, uji pemilihan model, uji asumsi klasik, dan analisis regresi data panel pada *software* STATA versi 17.

## Hasil Penelitian

### Hasil Statistik Deskriptif

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Std. Dev.	Min	Max
DPR	0,5261224	0,6284519	0,05	4,37
SG	0,1163673	0,1544296	-0,253	0,489
COLLAS	0,3576224	0,195006	0,033	0,827
MBVE	2,009214	1,560332	0,002	6,392
MO	0,0241013	0,0629468	0	0,332425

Sumber: Olah data STATA 17 (2025)

Berdasarkan Tabel 1, variabel kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) memiliki nilai terendah sebesar 0,05, yang menunjukkan bahwa perusahaan Salim Ivomas Pratama Tbk. (SIMP) membagikan dividen pada tahun 2021. Nilai tertinggi DPR tercatat sebesar 4,37 pada perusahaan Mayora Indah Tbk. (MYOR) tahun 2021. Secara keseluruhan, nilai rata-rata DPR adalah 0,53 dengan standar deviasi 0,63.

Variabel *sales growth* (SG) memiliki nilai terendah sebesar -0,26, yang menunjukkan bahwa perusahaan Sekar Bumi Tbk. (SKBM) mengalami penurunan penjualan pada tahun 2023. Nilai tertinggi SG sebesar 0,49 diperoleh oleh perusahaan Triputra Agro Persada Tbk. (TAPG) pada tahun 2022. Nilai rata-rata SG adalah 0,12 dengan standar deviasi 0,16.

Variabel *collateralizable assets* (COLLAS) memiliki nilai terendah sebesar 0,04, yang menunjukkan bahwa perusahaan Millennium Pharmacon International Tbk. (SDPC) memiliki aset jaminan yang



rendah pada tahun 2022. Nilai tertinggi COLLAS sebesar 0,83 dicatat oleh perusahaan Austindo Nusantara Jaya Tbk. (ANJT) pada tahun 2022. Nilai rata-rata COLLAS adalah 0,36 dengan standar deviasi 0,20.

Variabel *investment opportunity set* (MBVE) memiliki nilai terendah sebesar 0,002, yang menunjukkan bahwa perusahaan Sawit Sumbermas Sarana Tbk. (SSMS) memiliki peluang investasi yang rendah pada periode 2021–2022. Nilai tertinggi MBVE sebesar 6,40 diperoleh oleh perusahaan Garudafood Putra Putri Jaya Tbk. (GOOD) pada tahun 2021. Nilai rata-rata MBVE adalah 2,01 dengan standar deviasi 1,57.

Variabel *managerial ownership* (MO) memiliki nilai terendah sebesar 0, yang menunjukkan bahwa terdapat perusahaan tanpa kepemilikan saham oleh manajemen. Nilai tertinggi MO sebesar 0,34 dicatat oleh perusahaan Formosa Ingredient Factory Tbk. (BOBA) pada tahun 2021. Nilai rata-rata MO adalah 0,03 dengan standar deviasi 0,07.

### Hasil Uji Pemilihan Model

Uji pemilihan model estimasi yang ditentukan dalam regresi data panel, antara lain CEM, FEM, dan REM. Maka dilakukan uji *chow*, uji *hausman*, dan uji *breusch pagan lagrangian multiplier* digunakan untuk menentukan model mana yang cocok untuk digunakan pada penelitian ini

#### Uji Chow

Uji *chow* dilakukan untuk menentukan model estimasi *Common Effect Model* (CEM) atau *Fixed Effect Model* (FEM). Berdasarkan hasil uji *chow*, probabilitas *Chi-square* sebesar  $0,0005 < 0,05$  yang menunjukkan model FEM adalah model yang terpilih.

#### Uji Hausman

Uji *Hausman* dilakukan untuk menentukan model estimasi *Random Effect Model* (REM) atau *Fixed Effect Model* (FEM). Berdasarkan hasil uji *hausman*, probabilitas *Chi-square* sebesar  $0,9985 > 0,05$  yang menunjukkan model REM adalah model yang terpilih.

#### Uji Breusch Pagan Lagrangian Multiplier

Uji *Breusch Pagan Lagrangian Multiplier* dilakukan untuk menentukan model estimasi *Common Effect Model* (CEM) atau *Random Effect Model* (REM). Berdasarkan hasil uji *Breusch Pagan Lagrangian Multiplier*, probabilitas *Chi-square* sebesar  $0,0002 < 0,05$  yang menunjukkan model REM adalah model yang terpilih.

### Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik dilakukan sebelum melakukan regresi data panel untuk memastikan tidak adanya bias dalam pengambilan keputusan hipotesis pada uji F dan T, maka model regresi yang dihasilkan dari analisis data harus menghasilkan sifat-sifat *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE) yaitu linier, tidak bias, dan memiliki varians minimum. Adapun tahapan uji asumsi klasik dalam penelitian ini yaitu:

#### Hasil Uji Normalitas

Uji normalitas pada penelitian ini untuk mengidentifikasi apakah data penelitian tersebar secara normal atau tidak. Uji normalitas yang digunakan ialah uji *saphiro-wilk* dengan aplikasi STATA versi 17. Berdasarkan hasil pengolahan data nilai probabilitas sebesar  $0,00000 < 0,05$  dari data residual berarti memiliki masalah normalitas dari keseluruhan jumlah data sampel 123 yang berasal dari 41 perusahaan tahun 2021-2023. Penyembuhan data dilakukan melalui pendekatan *trimming* untuk mengeliminasi data *outlier* sejumlah 25 data, sehingga didapat jumlah data sampel menjadi 98. Setelah dilakukan *trimming*, nilai probabilitas menunjukkan 0,30079 dari data residual yang berarti data telah terdistribusi normal.



### Hasil Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas digunakan untuk mengidentifikasi apakah terjadi multikolinearitas atau tidak, yang dilihat dari nilai VIF tidak melebihi 10. Berdasarkan hasil pengolahan data bahwa nilai VIF tidak lebih dari 10 setiap variabel dengan indikasi tidak ada masalah multikolinearitas.

### Hasil Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas digunakan untuk mengidentifikasi adanya variasi kesalahan (residual) dalam sebuah model regresi yang ditentukan oleh nilai-nilai prediktor (variabel independen) pada data dengan kriteria nilai probabilitas kurang dari 0,05. Uji *white* dipilih pada uji heteroskedastisitas dalam penelitian ini menggunakan STATA versi 17. Berdasarkan hasil pengolahan data memperlihatkan bahwa nilai probabilitas sebesar  $0,0258 < 0,05$  yang berarti ada masalah heteroskedastisitas pada data. Untuk mengatasi masalah tersebut yang dilakukan ialah mengubah metode estimasi dengan menambahkan *robust cluster standard error*. Meskipun terjadi heterokedastisitas, dengan menggunakan *robust cluster standard error* dapat meningkatkan nilai dari standar error dan *p-value* agar lebih valid karena sudah robust atau dapat mengontrol masalah heterokedastisitas. Dengan hasil yang menunjukkan bahwa variabel *investment opportunity set* yang diprosikan MBVE signifikan karena  $p\text{-value} < 0,05$ . Sedangkan variabel *sales growth*, *collateralizable assets*, dan *managerial ownership* menunjukkan tidak signifikan karena  $p\text{-value} > 0,05$ .

### Hasil Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk mengidentifikasi adanya masalah autokorelasi dalam penelitian ini, dengan menggunakan *run test* pada aplikasi STATA versi 17. Berdasarkan hasil pengolahan data, nilai probabilitas sebesar 0,01 (*robust cluster standard error*). Meskipun terdapat autokorelasi, penggunaan *robust cluster standard error* mampu meningkatkan keandalan nilai *standard error* dan *p-value*, sehingga hasil pengujian menjadi lebih valid karena telah mengontrol masalah autokorelasi.

### Hasil Regresi Data Panel

Uji REM ialah model yang terpilih pada penelitian ini. Hasil pengujian model telah memenuhi prasyarat uji asumsi klasik, sehingga tidak ada bias pada keputusan penentuan hipotesis. Sehingga, dilakukan uji regresi data panel untuk menganalisis pengaruh secara tidak langsung dari variabel independen terhadap dependen.

**Tabel 2. Hasil Regresi Data Panel**

Variabel	Coef	Std. Error (Cluster)	z	P>	z
Constanta	0,448			0,003	
SG	-0,227	0,225	-1,01	0,311	
COLLAS	-0,356	0,343	-1,04	0,299	
MBVE	0,097	0,043	2,25	0,024	
MO	1,542	1,434	1,08	0,282	

Sumber: Olah data STATA 17 (2025)

Hasil uji regresi data panel mendapat model persamaan:

$$DPR_{it} = 0,448 + 0,097 MBVE_{it} + e_{it} \dots \dots \dots (8)$$

### Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji F)

Berdasarkan hasil pengujian bahwa nilai F hitung sebesar 12,37 dengan probabilitas 0,0148 yang berarti hasil kurang dari 0,05 atau secara bersamaan variabel *sales growth*, *collateralizable assets*, *investment opportunity set*, dan *managerial ownership* berdampak pada kebijakan dividen.

### Hasil Uji Koefisien Determinasi (Adjusted R<sup>2</sup>)

Berdasarkan hasil pengujian bahwa nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,1113 yang mengindikasikan bahwa 11,13% dari variasi kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh keempat variabel independen pada penelitian ini. Sedangkan, untuk 88,87% dari sisanya menjelaskan variabel di luar model.

### **Hasil Uji Signifikansi Parsial (Uji t)**

Berdasarkan hasil pengujian bahwa dari nilai signifikansi t mengindikasikan dari keempat variabel independen hanya MBVE yang memiliki nilai probabilitas kurang dari 0,05. Dapat diartikan bahwa hanya variabel MBVE yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

## **Pembahasan**

### **Pengaruh Sales Growth terhadap Kebijakan Dividen**

Hipotesis pertama ditolak, sehingga kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh *sales growth*. Artinya, baik penurunan maupun peningkatan *sales growth* tidak memberikan dampak terhadap kebijakan dividen. Variabel *sales growth* tidak menjadi sinyal yang kuat (tidak signifikan), karena investor menilai bahwa pertumbuhan penjualan bukan indikator langsung yang menunjukkan stabilitas keuangan perusahaan. Penjualan memang dapat meningkat, tetapi margin keuntungan justru dapat menurun. Peningkatan penjualan juga membutuhkan biaya yang lebih besar sehingga beban laba menjadi tinggi. Oleh karena itu, investor dan manajemen lebih merespons pada *net income* dibandingkan *sales growth*.

Sebagai contoh, perusahaan Dharma Satya Nusantara Tbk. (DSNG) mencatat *sales growth* sebesar 6,4% pada tahun 2021 yang meningkat menjadi 35,2% pada tahun 2022. Namun, rasio *dividend payout ratio* (DPR) tetap berada pada angka 18% baik pada tahun 2021 maupun 2022. Hal ini menunjukkan bahwa pendapatan dari penjualan cenderung disimpan perusahaan sebagai laba ditahan. Dengan demikian, peningkatan atau penurunan pertumbuhan penjualan tidak selalu memengaruhi kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini sejalan dengan *signaling theory* yang dikemukakan oleh Spence (1973), yang menjelaskan adanya asimetri informasi di pasar. Investor menggunakan kebijakan dividen sebagai tanda stabilitas atau kondisi perusahaan. Perusahaan yang tidak membagikan dividen belum tentu berada dalam kondisi keuangan yang buruk. Sebagian perusahaan lebih memilih fokus pada pertumbuhan jangka panjang dengan menahan laba untuk diinvestasikan pada bisnis yang lebih berpotensi atau untuk memperkuat struktur modalnya. Oleh karena itu, investor dan manajemen lebih merespons pada *net income* daripada *sales growth*. Selain itu, perusahaan menggunakan kebijakan dividen yang konservatif tanpa memperhatikan fluktuasi pertumbuhan penjualan (Dianingsih *et al.*, 2022).

Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang menyatakan bahwa peningkatan penjualan akan meningkatkan laba dan memperbesar kemungkinan dividen yang dibagikan oleh perusahaan (Arrozaq *et al.*, 2022). Besarnya *sales growth* menunjukkan efisiensi perusahaan dalam mengelola aset untuk memperoleh pendapatan (Hutagalung & Setiawati, 2020). Peningkatan *sales growth* juga menunjukkan bahwa perusahaan memiliki arus kas yang kuat, profitabilitas yang berkelanjutan, serta keyakinan terhadap prospek perusahaan. Adapun implikasinya, manajemen perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* harus menjaga stabilitas tingkat pertumbuhan penjualan untuk menghindari risiko kredit yang tidak tertagih. Dengan demikian, investor akan tetap mengutamakan pertumbuhan penjualan dalam mengukur struktur modal perusahaan.

### **Pengaruh Collateralizable Assets terhadap Kebijakan Dividen**

Hipotesis kedua ditolak, sehingga kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh *collateralizable assets*. Artinya, baik penurunan maupun peningkatan *collateralizable assets* tidak memberikan dampak terhadap kebijakan dividen. Kondisi ini terjadi karena kreditur tidak hanya mempertimbangkan aset jaminan dalam memberikan pinjaman, tetapi juga memperhatikan faktor lain seperti keberlangsungan *net working capital* dan riwayat perusahaan dalam membayar utang.

Sebagai contoh, perusahaan Wilmar Cahaya Indonesia Tbk. (CEKA) memiliki nilai *collateralizable assets* yang relatif tinggi, yaitu sebesar 13,9% pada tahun 2021 dan meningkat menjadi 15,7% pada

tahun 2022. Namun, rasio *dividend payout ratio* (DPR) tetap berada pada angka 30% baik pada tahun 2021 maupun 2022. Hal ini menunjukkan bahwa keputusan perusahaan dalam membagikan dividen tidak dipengaruhi oleh *collateralizable assets*.

Menurut *agency theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), konflik keagenan tidak hanya terjadi antara manajer dan pemegang saham, tetapi juga antara pemegang saham dan kreditur. Konflik keagenan berkaitan dengan kebijakan pembayaran dividen, di mana manajer cenderung menggunakan *free cash flow* untuk kepentingan pribadi apabila tidak tersedia investasi yang menguntungkan. Nilai *collateral assets* yang rendah dapat menurunkan kepercayaan kreditur dalam memberikan pinjaman kepada perusahaan karena meningkatkan risiko gagal bayar. Dalam kondisi tersebut, kreditur cenderung membatasi perusahaan dalam melakukan pendistribusian dividen. Selain itu, kreditur tidak hanya mempertimbangkan *collateral assets* dalam memberikan pinjaman, tetapi juga memperhatikan faktor lain seperti keberlangsungan *net working capital* dan riwayat perusahaan dalam membayar utang (Mensah, 2015).

Berbeda dengan hasil penelitian ini, beberapa studi menunjukkan bahwa *collateralizable assets* memberikan pengaruh signifikan terhadap distribusi dividen untuk meminimalisir masalah keagenan antara manajemen dan kreditur (Sidharta & Nariman, 2021). Perusahaan dapat mendistribusikan dividen secara lebih bebas dengan adanya *collateralizable assets*. Kepercayaan kreditur terhadap kapasitas perusahaan membayar utang meningkat jika perusahaan memiliki aset yang tinggi, sehingga kreditur memberikan keleluasaan kepada perusahaan dalam membayar dividen (Witanto & Lesmana, 2023). Tingginya *collateralizable assets* mengindikasikan rendahnya konflik keagenan, menurunnya risiko *free cash flow*, serta meningkatnya pembayaran dividen. Selain itu, *collateral assets* dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman yang meminimalisir konflik *overinvestment* oleh manajer (Yulianto *et al.*, 2021). Adapun implikasinya, manajemen perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* harus mengelola aset jaminan secara teliti untuk menghindari konflik keagenan, sehingga dapat menjadi pertimbangan dalam menentukan kebijakan dividen.

#### ***Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen***

Hipotesis ketiga diterima, sehingga kebijakan dividen dipengaruhi secara positif oleh *investment opportunity set* yang diukur menggunakan proksi *MBVE*. Semakin tinggi rasio *MBVE* mengindikasikan adanya kesempatan investasi yang prospektif bagi perusahaan di masa depan. Investor cenderung tertarik menanamkan modal pada perusahaan yang memiliki peluang investasi besar karena memberikan potensi keuntungan dan dividen yang lebih tinggi.

Sebagai contoh, perusahaan Budi Starch & Sweetener Tbk. (BUDI) memiliki nilai *IOS* sebesar 58% pada tahun 2021 yang meningkat menjadi 70,4% pada tahun 2022, relatif tinggi dibandingkan perusahaan lain. Pada periode yang sama, rasio *dividend payout ratio* (DPR) juga meningkat dari 25% pada tahun 2021 menjadi 42% pada tahun 2022. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa peningkatan maupun penurunan *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Menurut *signaling theory* yang dikemukakan oleh Spence (1973), *investment opportunity set* dianggap sebagai sinyal dari manajemen kepada pihak eksternal perusahaan. Kecenderungan perusahaan untuk membayar dividen akan meningkat seiring dengan bertambahnya peluang investasi. Kebijakan dividen yang stabil dengan kondisi *investment opportunity set* yang tinggi menjadi indikasi keyakinan investor terhadap prospek perusahaan dalam memberikan *return* kepada pemegang saham sekaligus kemampuan membiayai ekspansi. Kebijakan dividen yang optimal adalah ketika kekayaan pemegang saham atau nilai perusahaan meningkat. Pemberian dividen bergantung pada preferensi pemegang saham dan peluang investasi yang tersedia. Namun, keputusan tersebut harus diambil dengan mempertimbangkan dampaknya terhadap nilai maupun kekayaan pemegang saham. Dividen sebaiknya didistribusikan apabila dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan tidak terdapat peluang investasi lain yang lebih menguntungkan. Kecenderungan perusahaan untuk membayar dividen akan meningkat seiring dengan pertumbuhan peluang investasi yang lebih besar (Indrayati *et al.*, 2021).

Hasil berbeda ditunjukkan oleh penelitian lain, yang menyatakan bahwa dalam kondisi tertentu perusahaan lebih memilih kebijakan dividen yang konsisten untuk memenuhi ekspektasi pasar dibanding memperhatikan perubahan *investment opportunity set* sebagai isyarat kepada investor bahwa perusahaan kemungkinan memanfaatkan sumber pendanaan eksternal (Saifi, 2019). Manajemen perusahaan juga berpandangan bahwa dana yang dimiliki harus diinvestasikan kembali sebagai laba ditahan untuk menjamin kelangsungan hidup perusahaan di masa depan (Permatasari & Atiningsih, 2021).

Adapun implikasinya, manajemen perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* harus transparan dalam mengkomunikasikan pengalokasian laba, baik untuk investasi pada bisnis berpotensi maupun untuk distribusi dividen. Selain itu, ketika manajer memutuskan untuk tidak membagikan dividen karena laba digunakan untuk mendanai ekspansi, manajemen perlu menyampaikan informasi tersebut dengan baik kepada investor agar tidak dianggap sebagai sinyal negatif.

### **Pengaruh Managerial Ownership terhadap Kebijakan Dividen**

Hipotesis keempat ditolak, sehingga kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh *managerial ownership*. Hal tersebut terjadi karena peningkatan kepemilikan oleh manajer bermanfaat untuk menyelaraskan kepentingan serta meningkatkan kemampuan kontrol antara manajer dan pemegang saham, sehingga dividen tidak digunakan sebagai mekanisme pengendalian. Dengan demikian, kepemilikan manajerial merupakan salah satu mekanisme yang dapat membatasi perilaku oportunistik manajer. Alternatif pengendalian dapat dilakukan melalui pengawasan dewan komisaris, audit eksternal, maupun kebijakan internal yang kuat, sehingga fungsi disiplin dividen menjadi kurang dominan.

Sebagai contoh, pada perusahaan Kurniamitra Duta Sentosa Tbk. (KMDS) tahun 2022–2023 terjadi peningkatan proporsi saham kepemilikan manajerial dari 2,73% menjadi 2,9%. Namun, rasio *dividend payout ratio* (DPR) tetap stabil sebesar 25% pada tahun 2022 dan 2023. Perubahan kepemilikan manajerial tersebut tidak memengaruhi kebijakan dividen yang konsisten.

Menurut *agency theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), hubungan antara pemegang saham (*principal*) dan manajer (*agent*) dapat menimbulkan konflik keagenan karena perbedaan prioritas dalam pengambilan keputusan. Ketika persentase saham yang dimiliki manajer semakin tinggi, maka peran manajer dalam perusahaan juga semakin kuat. Dalam kondisi tersebut, manajer dapat lebih aktif mengejar kepentingan pemegang saham maupun kepentingan pribadi. Peningkatan *managerial ownership* cenderung menyebabkan pendistribusian dividen menurun, karena manajer lebih memilih menahan laba untuk mendukung investasi atau memperkuat struktur modal perusahaan. Namun, hasil penelitian ini berbeda, karena perubahan kepemilikan manajerial tidak mengubah kebijakan dividen yang tetap stabil (Harefa & Jelanti, 2023).

Adapun implikasinya, manajemen perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* perlu mengevaluasi struktur kepemilikan manajerial, karena besarnya kepemilikan manajerial tidak selalu berdampak pada kebijakan pembagian dividen. Oleh karena itu, manajemen perlu mempertimbangkan alternatif pengendalian lainnya melalui kebijakan tata kelola yang lebih efektif.

### **Kesimpulan, Keterbatasan Penelitian, dan Saran untuk Penelitian Selanjutnya**

Kesimpulan pada penelitian ini bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2021-2023. Peningkatan peluang investasi mengindikasikan perusahaan memiliki prospek yang baik, menghasilkan laba yang melimpah, dan arus kas masih tersedia. Hal ini membuat perusahaan tetap mampu membiayai investasi sekaligus memberikan imbal hasil kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Sedangkan, variabel *sales growth collateralizable assets* dan *managerial ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Adapun keterbatasan penelitian ini menggunakan pengukuran nilai DPR pada variabel dependen yaitu kebijakan dividen. Fokus penelitian ini hanya pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2021-2023. Sehingga, hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasikan untuk semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Variabel yang digunakan pada penelitian hanya beberapa saja. Saran bagi penelitian selanjutnya untuk menambah variabel lain seperti *degree of operating leverage, R&D Intensity, Tax Rate, Macro Economic*. Selain itu, bagi penelitian selanjutnya dapat menambah variabel baik moderasi, mediasi, maupun kontrol untuk menghasilkan model penelitian yang lebih komprehensif.

## Pernyataan Konflik Kepentingan

Penulis menyatakan bahwa tidak terdapat konflik kepentingan dalam penelitian ini. Seluruh proses penelitian dan penulisan artikel ini dilakukan secara independen, tanpa adanya kepentingan pribadi, komersial, atau institusional yang dapat memengaruhi hasil atau interpretasi dari penelitian ini.

## Daftar Pustaka

- Aini, S. N., & Sawitri, A. P. (2020). Dampak Sales Growth, Posisi Kas, Investment Opportunity Set, Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen Pada Indeks Kompas 100. *Majalah Ekonomi*, 25(1), 36–42. <https://doi.org/10.36456/majeko.vol25.no1.a2449>
- Andaswari, S., Pitono, H., & Iskandar, R. (2017). Analysis of Investment Opportunity Set to Construction Companies Registered in IDX. *Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR)*, 35(1), 81–88.
- Ardiyanto, R., & Laily, N. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Firm Size, dan Sales Growth Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 12(11), 4–16.
- Arrozaq, A. N., Wijaya, A. L., & Ubaidillah, Moh. (2022). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Profitabilitas, Sales Growth Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Leverage Sebagai Moderasi (Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2020). *Seminar Inovasi Manajemen Bisnis Dan Akuntansi (SIMBA)* 4, 4, 4–7.
- Atmaja, L. S. (2008). *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan* (Ed. 1). Andi.
- Azizah, T. I., & Paramita, R. A. S. (2024). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Kepemilikan Manajerial dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Firm Size Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Sektor Consumer Cyclicals. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 12(3), 569–584. <https://doi.org/10.26740/jim.v12n3.p569-584>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125–1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>
- Cahyono, G. I., & Asandimitra, N. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen dengan Likuiditas sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 9(3), 1214–1226. <https://doi.org/10.26740/jim.v9n3.p1214-1226>
- Dewi, R. R., Azizah, A. N., & Siddi, P. (2020). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, Likuiditas dan Sales Growth terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan LQ45 Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2018). *Jurnal Ilmiah Universitas Batanghari Jambi*, 20(3), 814. <https://doi.org/10.33087/jiubj.v20i3.1017>
- Dianingsih, T., Subakir, & Fauziyah. (2022). Pegaaruh Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen. *Journal of Sustainability Business Research*, 3(2), 258.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Harahap, S. S. (2016). *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan* (Vol. 3). PT Raja Grafindo Persada.

- Harefa, M. K., & Jelanti, D. (2023). The Influence of Ownership Structure, Free Cash Flow, and Company Growth on Dividend Policy. *Marginal Journal of Management Accounting General Finance and International Economic Issues*, 2(4), 901–913. <https://doi.org/10.55047/marginal.v2i4.750>
- Hariyanti, N., & Pangestuti, I. R. D. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas, Collateralizable Assets, dan Growth in Net Assets Terhadap Kebijakan Dividen dengan Firm Size, Firm Age, dan Board Size Sebagai Variabel Kontrol (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2017-2019). *Diponegoro Journal of Management*, 10(3), 1–15.
- Hartono, P. G., Sari, W. R., Tinungki, G. M., Jakaria, J., & Hartono, A. B. (2021). The Determinants of Dividend Policy: An Empirical Study of Inconsistent Distribution of Dividends Using Balanced Panel Data Analysis. *Media Ekonomi Dan Manajemen*, 36(2), 89. <https://doi.org/10.24856/mem.v36i2.2023>
- Hasan, J. M., & Septiningrum, L. D. (2023). Pengaruh Effective Tax Rate, Arus Kas, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI Periode 2017-2021). *Scientific Journal of Reflection: Economic, Accounting, Management and Business*, 6(4), 820–829. <https://doi.org/10.37481/sjr.v6i4.743>
- Hasan, J., Umar, A., & Yulianto, A. E. (2021). *Manajemen Keuangan dan Mekanisme Corporate Governance*. CV. Azka Pustaka.
- Hutagalung, M. B. B., & Setiawati, L. W. (2020). Analisis Pengaruh Laba Bersih, Sales Growth, Kepemilikan Manajerial, dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *BALANCE: Jurnal Akuntansi, Auditing Dan Keuangan*, 16(2), 190–211. <https://doi.org/10.25170/balance.v16i2.1623>
- Indrayati, Rachmat, B., & Slamet. (2021). Assets Growth, Earnings Persistence, Investment Opportunity Set and Earnings Management on Dividend Policy and Firm Value (Study at Bank Companies in Indonesia). *Journal of Southwest Jiaotong University*, 56(2), 220–234. <https://doi.org/10.35741/issn.0258-2724.56.2.18>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kautsar, A. (2012). Pengaruh Return On Equity (ROE), Debt To Equity Ratio (DER), Investment Opportunity Set (IOS), dan Inflasi terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) (Studi : Pada Perusahaan Property and Real Estate yang Listed di BEI Tahun 2006-2009). *BISMA (Bisnis Dan Manajemen)*, 4(2), 154. <https://doi.org/10.26740/bisma.v4n2.p154-166>
- Lestari, K. F., Tanuatmodjo, H., & Mayasari. (2016). Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen. *Journal of Business Management Education (JBME)*, 2(1), 242–247. <https://doi.org/10.17509/jbme.v4i1.2293>
- Louziri, R., & Oubal, K. (2022). Determinants of Dividend Policy: The Case of the Casablanca Stock Exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 548. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120548>
- Maharsi, A. V. N., Puryandani, S., & Kristanto, R. S. (2019). Pengaruh Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen dengan Firm Size Sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2011-2013 di BEI. *Magisma: Jurnal Ilmiah Ekonomi Dan Bisnis*, 5(2), 39–49. <https://doi.org/10.35829/magisma.v5i2.26>
- Mensah, J. A. (2015). The Role of Collateral in Credit Markets. *Journal of Mathematical Finance*, 05(04), 315–327. <https://doi.org/10.4236/jmf.2015.54027>

- Mayang Sari & R.A. Sista Paramita. Pengaruh *sales growth, collateralizable assets, investment opportunity set*, dan *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals*
- Nisa, U. (2019). Determinasi Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI. *AKUNESA: Jurnal Akuntansi Unesa*, 7(3), 3.
- Permatasari, L. A., & Atiningsih, S. (2021). Influence of Investment Opportunity Set, Effective Tax Rate and Firm Size on Dividend Policy with Liquidity as a Moderation Variable. *Jurnal Mantik*, 5(1), 26–34.
- Pradnyani, I. G. A. A., Indraswari, I. G. A. A. P., & Nila Rahayu. (2024). Pengaruh Profitabilitas Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi. *Akmenika: Jurnal Akuntansi Dan Manajemen*, 21(1), 834–845. <https://doi.org/10.31316/akmenika.v21i1.5914>
- Rifqi, A., Erlina, & Situmeang, C. (2024). The Influence of Managerial Ownership, Institutional Ownership, Profitability, and Leverage on Dividend Policy with Liquidity as a Moderation Variable in Manufactured Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange in 2014-2021. *International Journal of Research and Review*, 11(1), 243–253. <https://doi.org/10.52403/ijrr.20240126>
- Rizal, A., & Triyanto, D. N. (2021). The Effect of Earning Per Share, Investment Opportunity Set, Total Asset Turnover, and Collateralizable Asset on Dividend Policy (Research on Consumer Goods Industrial Sector Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange for the 2015-2019 Period). *Jurnal Akuntansi*, 11(3), 209–222. <https://doi.org/10.33369/j.akuntansi.11.3.209-222>
- Saifi, M. (2019). The Effect of Corporate Governance and Investment Opportunity Set on Dividend Policy and Company's Performance in Indonesia Manufacturing Company. *Academy of Strategic Management Journal*, 18(6), 2.
- Sajiwo, B., & Arifin, Z. (2023). The Effect of Liquidity, Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, and State-Owned Enterprise on the Dividend Policy of Bank Listed in the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Multidisciplinary Research and Analysis*, 06(04), 1398–1405. <https://doi.org/10.47191/ijmra/v6-i4-09>
- Shil, N. C., & Das, B. (2017). *Financial Management A Strategic Perspective* (First Edition). SAGE Publications Pvt. Ltd.
- Sidharta, C. A., & Nariman, A. (2021). Pengaruh Free Cash Flow , Collateralizable Assets , Dan Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Paradigma Akuntansi*, 3(1), 183–190. <https://doi.org/10.24912/jpa.v3i1.11500>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suharmadi, & Suripto. (2023). Analysis of the Influence of Managerial Ownership, Collateralizable Assets, and Sales Growth on Dividend Policy. *International Journal of Environmental, Sustainability, and Social Science*, 4(2), 383–391. <https://doi.org/10.38142/ijesss.v4i2.384>
- Sukarti, M., Rapel, R., & Rosel, R. (2023). Pengaruh Investment Opportunity Set, Kebijakan Utang, Pertumbuhan Perusahaan dan Collateralizable Assets Terhadap Kebijakan Dividen. *Balance: Media Informasi Akuntansi Dan Keuangan*, 14(2), 57–67. <https://doi.org/10.52300/blnc.v14i2.8567>
- Tarmizi, R., & Agnes, T. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Go Public yang Terdaftar Di BEI (Periode 2010 – 2013). *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 7(1), 103–119. <https://doi.org/10.36448/jak.v7i1.633>
- Taufiqurrahman, Erlina, & Fachrudin, K. A. (2021). The Effect of Financial Performance and Sales Growth on Dividend Policy with Firm Size as Moderating Variable in Automotive Sub-Sector Manufacturing Companies Listed on the IDX in 2016-2019. *International Journal of Research and Review*, 8(7), 258–266. <https://doi.org/10.52403/ijrr.20210736>



- Witanto, H., & Lesmana, D. (2023). The Impact of Firm Size, Managerial Ownership And Collateralizable Asset on Dividend Policy In Indexs Lq45 Companies. *Jurnal Informasi Akuntansi (JIA)*, 2(1), 84–93. <https://doi.org/10.32524/jia.v2i1.835>
- Yani, H. E., & Maharani, N. K. (2022). Pengaruh Profitabilitas, Lagged Dividend, dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen. *AKSELERASI: Jurnal Ilmiah Nasional*, 4(2), 94–108. <https://doi.org/10.54783/jin.v4i2.570>
- Yulianto, A., Cahyaningdyah, D., Abiprayu, K. B., & Widiyanto (Eds.). (2021). *Riset Keuangan Kajian Keperilakuan dan Struktur Modal*. UNNES Press.