

Prediktor-Prediktor Kebijakan Dividen: Studi Empiris Perusahaan Real Estat dan Properti Indonesia

Yasika Aulia Ramadhany¹, Celine Catharine Sabe², Powell Gian Hartono^{3*}

^{1,2,3}Department of Management, Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Ciputra Makassar, Makassar, Indonesia

*Corresponding author: powell.hartono@ciputra.ac.id

Abstract

Purpose — Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi pengaruh profitabilitas, *leverage*, ukuran perusahaan, dan usia perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor real estat dan properti di Indonesia.

Methods — Studi ini menggunakan pendekatan kuantitatif berbasis data panel pada 20 perusahaan selama periode 2014–2023, dengan estimasi *Random Effect Model* (REM) berbasis *Generalized Least Squares*.

Findings — Hasil regresi menunjukkan bahwa profitabilitas dan usia perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sementara ukuran perusahaan berpengaruh negatif. *Leverage* menunjukkan pengaruh positif namun tidak searah dengan dugaan awal. Temuan ini mengindikasikan bahwa struktur keuangan internal dan kematangan siklus hidup perusahaan lebih dominan dalam memengaruhi kebijakan dividen dibandingkan skala perusahaan.

Implication — Hasil ini merekomendasikan perlunya penguatan kinerja laba dan optimalisasi struktur modal sebagai instrumen pengelolaan reputasi dan stabilitas pasar dalam kebijakan dividen.

Originality — Penelitian ini memberikan kontribusi kontekstual terhadap literatur kebijakan dividen di sektor properti negara berkembang, dengan menyoroti dinamika spesifik sektoral yang belum banyak terungkap dalam studi lintas negara.

Keywords: Kebijakan Dividen, Real Estat, Properti, Bursa Efek Indonesia, *Random Effect Model*

JEL Classification Numbers: G35, G32, C33

Submission date: 20 Juni 2025

Accepted date: 5 Agustus 2025

INTRODUCTION

Kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan keuangan strategis yang krusial dalam manajemen perusahaan, karena secara langsung mempengaruhi struktur modal, arus kas internal, serta persepsi investor terhadap nilai perusahaan (Cumming et al., 2024). Dalam kerangka teori keuangan korporat, berbagai pendekatan telah dikembangkan untuk menjelaskan determinan kebijakan dividen, seperti *signaling theory* (Bhattacharya, 1979), *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976), dan *pecking order theory* (Myers & Majluf, 1984). Teori sinyal menyatakan bahwa dividen dipandang sebagai sinyal kredibilitas manajemen terhadap prospek keuntungan masa depan, sedangkan teori keagenan menekankan bahwa pembayaran dividen dapat memitigasi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Robiyanto & Yunitaria, 2022). Dalam konteks industri real estat dan properti di negara berkembang seperti Indonesia, di mana struktur kepemilikan terkonsentrasi dan transparansi pasar cenderung rendah, dinamika teori-teori ini dapat

mengalami distorsi sehingga mendorong perlunya pengujian empiris yang lebih kontekstual (Hartono, Sari, et al., 2021; Hartono, Tinungki, et al., 2024; Usman et al., 2024).

Profitabilitas, sebagai salah satu indikator utama kinerja keuangan, secara teoritis memiliki implikasi positif terhadap kecenderungan perusahaan membayar dividen (Lotto, 2020). Menurut *residual dividend theory* (Lintner, 1956), perusahaan akan membagikan dividen hanya jika laba bersih yang tersedia telah melebihi kebutuhan investasi internal (Wirama et al., 2024). Namun, dalam praktiknya, pengaruh profitabilitas terhadap dividen tidak selalu linier, terutama pada sektor properti yang sangat bergantung pada arus kas dan pembiayaan eksternal (Pattiruhu & Paais, 2020). Begitu pula dengan *leverage*, yang menurut *agency cost theory*, tingkat utang yang tinggi dapat membatasi kemampuan perusahaan membayar dividen karena prioritas pembayaran bunga dan pokok utang (Arhinful et al., 2024). Dengan demikian, hubungan antara *leverage* dan kebijakan dividen sering kali bersifat ambivalen, tergantung pada konteks industri, kondisi makroekonomi, dan rezim regulasi yang berlaku (Jabbouri, 2016).

Ukuran dan usia perusahaan juga tidak kalah penting sebagai determinan struktural kebijakan dividen. Perusahaan besar umumnya diasosiasikan dengan sumber daya keuangan yang lebih stabil, diversifikasi usaha yang lebih baik, serta akses terhadap pasar modal yang lebih luas, sehingga cenderung memiliki kebijakan dividen yang lebih konsisten (Brawn & Šević, 2018). Sementara itu, usia perusahaan sering dikaitkan dengan tingkat kedewasaan operasional dan manajerial, di mana perusahaan yang lebih matang cenderung memiliki akumulasi laba ditahan yang lebih besar dan pola distribusi dividen yang lebih mapan (Al Sawalqa, 2021). Akan tetapi, dalam konteks sektor properti di Indonesia yang menghadapi fluktuasi permintaan, ketergantungan pada pembiayaan eksternal, serta ketidakseimbangan pasokan-permintaan lahan, pengaruh ukuran dan usia perusahaan terhadap dividen bisa menunjukkan pola yang berbeda dibandingkan dengan sektor lainnya atau dibandingkan dengan perusahaan di negara maju (Hartono, Sari, et al., 2021; Hartono & Matusin, 2020). Oleh karena itu, diperlukan untuk menelaah secara empiris dan kontekstual bagaimana keempat variabel tersebut, yaitu profitabilitas, *leverage*, ukuran, dan usia perusahaan yang mempengaruhi kebijakan dividen dalam industri real estat dan properti di Indonesia.

Beberapa studi empiris terdahulu yang mengungkap kebijakan dividen di Indonesia dan hubungannya dengan profitabilitas, *leverage*, ukuran, dan usia perusahaan. (Sugiastuti et al., 2018) melaporkan dampak positif masing-masing profitabilitas dan *leverage* terhadap kebijakan dividen pada lima belas bank. (Hartono & Robiyanto, 2023) yang mengkaji perusahaan manufaktur di Indonesia melaporkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi secara positif oleh profitabilitas, secara positif oleh *leverage*, secara negatif oleh ukuran perusahaan, dan secara negatif oleh usia perusahaan. (Gusni, 2017) yang mengkaji terhadap perusahaan-perusahaan sektor industri keuangan mengungkapkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi masing-masing secara negatif oleh profitabilitas dan *leverage*. (Sari, 2017) yang mengkaji terhadap perusahaan-perusahaan badan usaha milik negara (BUMN) mengungkapkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi secara positif oleh ukuran perusahaan. Kemudian, (Kusuma et al., 2018) mengungkapkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan batu bara.

Lebih lanjut, (Santosa et al., 2023) mengungkapkan kebijakan dividen perbankan Indonesia dipengaruhi oleh profitabilitas secara positif, serta secara negatif masing-masing oleh *leverage* dan ukuran perusahaan. (Hartono, Robiyanto, et al., 2024) melaporkan bahwa kebijakan dividen perusahaan manufaktur dipengaruhi masing-masing secara positif oleh profitabilitas, *leverage* dan ukuran perusahaan. (Tinungki et al., 2025) mengungkap terhadap perusahaan hijau Indonesia bahwa kebijakan dividen dipengaruhi secara positif masing-masing oleh profitabilitas dan ukuran perusahaan, serta secara negatif masing-masing oleh *leverage* dan ukuran perusahaan. Kemudian, lebih spesifik untuk perusahaan real estat dan properti, (Hartono & Matusin, 2020) melaporkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi secara negatif masing-masing oleh profitabilitas, ukuran perusahaan, dan usia perusahaan, serta secara positif oleh *leverage*. Namun, (Hartono, Sari, et al., 2021) mengungkap bahwa kebijakan dividen hanya dipengaruhi secara positif oleh *leverage*, sedangkan terbukti tidak dipengaruhi oleh profitabilitas, ukuran perusahaan, dan usia perusahaan. Di sisi lain, (Usman et al., 2024) mengungkap pengaruh positif masing-masing oleh profitabilitas,

leverage, dan usia perusahaan, serta pengaruh negatif ukuran perusahaan, terhadap kebijakan dividen.

Sehingga, terlepas dari banyaknya studi yang membahas faktor-faktor penentu kebijakan dividen di berbagai sektor industri Indonesia, literatur mengenai sektor real estat dan properti masih menunjukkan inkonsistensi temuan yang mencolok dan belum mengarah pada kesimpulan yang konklusif secara teoretis maupun praktis. Ketidaksesuaian arah pengaruh variabel-variabel seperti profitabilitas, *leverage*, ukuran perusahaan, dan usia perusahaan terhadap kebijakan dividen dalam konteks sektor ini mengindikasikan adanya *contextual ambiguity* yang belum sepenuhnya terurai dalam kerangka teoritik yang ada. Perbedaan ini sangat mungkin dipicu oleh karakteristik struktural sektor real estat dan properti yang unik, seperti tingginya intensitas modal, siklus investasi jangka panjang, serta tekanan likuiditas yang inheren. Selain itu, variabel-variabel tersebut cenderung dipengaruhi oleh faktor institusional dan lingkungan bisnis khas negara berkembang, seperti konsentrasi kepemilikan, regulasi fiskal, dan ketidakstabilan pasar (Haran et al., 2020). Dengan demikian, penelitian ini secara khusus bertujuan untuk menginvestigasi secara empiris dan kontekstual pengaruh profitabilitas, *leverage*, ukuran perusahaan, dan usia perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan real estat dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Beberapa dasar rasional pengujian empiris tersebut dikembangkan. Pertama, profitabilitas yang tinggi secara empiris memberikan ruang finansial yang lebih luas bagi manajemen untuk mendistribusikan kas kepada pemegang saham tanpa menurunkan kapasitas pendanaan proyek-proyek bernilai tambah (Lestari, 2018). Ketika margin laba berada pada level di atas rata-rata industri, arus kas operasional bersih yang dihasilkan mampu menutupi kebutuhan belanja modal serta kewajiban utang jangka pendek, sehingga sisa kas (*excess cash*) dapat dialokasikan sebagai dividen tanpa mengganggu likuiditas maupun struktur modal optimal (Wirama et al., 2024). Pada sektor real estat dan properti, yang sarat dengan siklus proyek jangka panjang dan volatilitas permintaan, buffer laba ini berfungsi sebagai bantalan risiko (*risk-absorbing buffer*) yang memitigasi potensi tekanan pendanaan eksternal di masa mendatang; akibatnya, perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung mengadopsi kebijakan dividen yang lebih agresif dan berkelanjutan (Matyunina & Ongena, 2022; Pattiruhu & Paais, 2020). Selain itu, catatan laba konsisten memperbaiki persepsi kualitas laba (*earnings quality*) di mata investor institusional, menurunkan premi risiko ekuitas, dan pada gilirannya mendorong manajemen untuk mempertahankan pola pembayaran dividen sebagai sarana pemeliharaan reputasi pasar (He et al., 2017). Dengan demikian, secara logis, semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan real estat dan properti di Indonesia, semakin besar kecenderungan perusahaan untuk meningkatkan atau mempertahankan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Oleh sebab itu, dugaan pertama yang dikembangkan adalah profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Kedua, tingkat *leverage* yang tinggi mencerminkan ketergantungan perusahaan pada pembiayaan eksternal melalui utang, yang secara struktural menimbulkan konsekuensi terhadap arus kas dan fleksibilitas kebijakan distribusi dividen (Lotto, 2020). Dalam situasi tersebut, perusahaan memiliki kewajiban kontraktual untuk memenuhi pembayaran bunga dan pokok pinjaman secara periodik, yang menimbulkan prioritas penggunaan kas terhadap kreditor sebelum pemegang saham (B. Panda & Leepsa, 2017). Konsekuensinya, ruang fiskal perusahaan untuk membagikan dividen menjadi terbatas karena arus kas operasional lebih dahulu diserap oleh kewajiban finansial yang bersifat wajib dan tidak dapat ditunda (Tinungki, Robiyanto, et al., 2022). Hal ini semakin relevan pada sektor real estat dan properti, yang secara alami memiliki kebutuhan modal kerja yang tinggi dan arus kas yang tidak selalu stabil akibat siklus panjang penyelesaian proyek serta sensitivitas terhadap fluktuasi harga aset dan suku bunga (Bergmann et al., 2020). Di bawah tekanan *leverage* yang tinggi, manajemen cenderung mengadopsi kebijakan konservatif dalam pembayaran dividen guna menjaga likuiditas dan menghindari peningkatan risiko gagal bayar, yang pada gilirannya dapat memperburuk persepsi pasar dan meningkatkan biaya modal (Arhinful et al., 2024). Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat *leverage* suatu perusahaan, semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut menurunkan atau menahan distribusi dividen sebagai langkah

pengendalian risiko dan proteksi terhadap tekanan kewajiban finansial jangka pendek. Sehingga, dugaan kedua yang dikembangkan adalah *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Ketiga, ukuran perusahaan secara struktural merepresentasikan kapasitas operasional, akses terhadap sumber daya keuangan, serta kestabilan arus kas yang lebih besar dibandingkan entitas berskala kecil (Arifaj et al., 2023). Dalam konteks ini, perusahaan dengan ukuran yang lebih besar umumnya memiliki diversifikasi pendapatan yang lebih luas, eksposur risiko yang lebih tersebar, dan kredibilitas yang lebih tinggi di mata institusi keuangan maupun investor pasar modal (Sethi et al., 2017). Stabilitas pendapatan yang ditopang oleh skala ekonomi tersebut menciptakan ruang manajerial untuk menetapkan kebijakan dividen yang lebih konsisten dan berkelanjutan, tanpa mengganggu likuiditas internal atau menurunkan kapasitas reinvestasi strategis (Marpaung et al., 2025). Di sektor real estat dan properti, perusahaan besar biasanya memiliki portofolio proyek yang lebih beragam dan aset tetap yang substansial, sehingga arus kas perusahaan cenderung lebih stabil meskipun berada dalam siklus bisnis yang fluktuatif (Perry, 2020). Selain itu, perusahaan dengan ukuran besar juga menghadapi tekanan reputasi dan ekspektasi pemegang saham institusional yang lebih tinggi untuk memberikan return dalam bentuk dividen secara reguler, guna menjaga kredibilitas pasar (Houqe et al., 2024). Oleh karena itu, secara rasional dapat dipahami bahwa semakin besar ukuran perusahaan, semakin tinggi pula kecenderungan untuk menetapkan kebijakan dividen yang positif sebagai bagian dari strategi pemeliharaan citra dan kepercayaan investor. Sehingga, dugaan ketiga yang dikembangkan adalah ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Keempat, usia perusahaan mencerminkan akumulasi pengalaman operasional, kematangan struktur manajerial, serta kestabilan siklus bisnis yang memungkinkan pengambilan keputusan keuangan secara lebih terukur, termasuk dalam hal kebijakan dividen (Sharma & Bakshi, 2019; Zhang & Xu, 2021). Seiring bertambahnya usia, perusahaan cenderung telah melalui fase-fase kritis pertumbuhan dan konsolidasi, sehingga tingkat ketergantungan terhadap pembiayaan eksternal umumnya menurun, sementara akumulasi laba ditahan dan cadangan kas meningkat secara signifikan (Sharma, 2021; Tinungki, Robiyanto, et al., 2022). Dalam konteks ini, perusahaan yang lebih tua memiliki kapasitas yang lebih mapan untuk merumuskan distribusi dividen secara berkelanjutan karena memiliki basis keuangan yang kuat, rekam jejak laba yang lebih stabil, dan ekspektasi investor yang terbangun dari reputasi historis (Houqe et al., 2024; Tinungki, Hartono, et al., 2022). Di sektor real estat dan properti, usia perusahaan turut merefleksikan portofolio proyek jangka panjang yang telah selesai dan mulai menghasilkan pendapatan berulang, memperkuat likuiditas serta fleksibilitas arus kas yang diperlukan untuk mendukung pembayaran dividen (Sharma & Bakshi, 2019). Selain itu, perusahaan yang lebih lama berdiri cenderung lebih terpantau oleh pasar dan diawasi lebih ketat oleh investor institusional maupun regulator, sehingga pemeliharaan kredibilitas melalui kebijakan dividen menjadi elemen penting dalam strategi keberlanjutan perusahaan (Oh & Park, 2021; Wang et al., 2024). Oleh karena itu, semakin lama usia perusahaan, semakin besar kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen sebagai wujud dari kematangan finansial dan tanggung jawab korporat yang berorientasi pada kepentingan pemegang saham. Sehingga, dugaan keempat yang dikembangkan adalah usia perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Dengan demikian, studi empiris ini memberikan kontribusi penting terhadap literatur melalui empat poin-poin utama. Pertama, studi ini memperluas cakupan empiris determinan kebijakan dividen dengan memfokuskan pada sektor real estat dan properti di Indonesia, sebuah sektor yang padat modal, rentan terhadap volatilitas makroekonomi, dan relatif kurang dieksplorasi dalam kajian akademik sebelumnya. Kedua, penelitian ini menjawab inkonsistensi temuan terdahulu dengan menyajikan model empiris yang simultan dan komprehensif, yang menguji pengaruh empat variabel utama, yaitu profitabilitas, *leverage*, ukuran perusahaan, dan usia perusahaan, secara terpadu dalam konteks sektoral yang spesifik. Ketiga, dengan menelaah sektor properti di pasar negara berkembang yang ditandai oleh struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, asimetri informasi tinggi, dan tekanan pembiayaan jangka panjang, studi ini menyajikan pembacaan kontekstual yang dapat memperkaya literatur lintas negara dan lintas sektor.

Methods

Penelitian ini merupakan studi kuantitatif yang bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh profitabilitas, *leverage*, ukuran perusahaan, dan usia perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor real estat dan properti di Indonesia. Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh perusahaan sektor real estat dan properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode observasi tahun 2014 hingga 2023. Teknik penentuan sampel dilakukan secara purposive (Sekaran & Bougie, 2016), dengan kriteria inklusi sebagai berikut: (i) perusahaan secara konsisten terdaftar di sektor real estat dan properti, (ii) perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan secara lengkap dan dapat diakses publik, (iii) perusahaan membagikan dividen tunai sekurang-kurangnya satu kali selama periode observasi, dan (iv) seluruh variabel penelitian tersedia dan terukur secara kuantitatif untuk masing-masing tahun pengamatan. Klasifikasi perusahaan sektor real estat dan properti merujuk pada klasifikasi sektoral oleh Bursa Efek Indonesia tahun 2021 (Tinungki et al., 2025), sehingga perusahaan-perusahaan yang sebelumnya masuk klasifikasi sektor ini namun per-tahun 2021 tidak masuk dalam klasifikasi sektoral tidak dimasukkan sebagai sampel. Oleh sebab itu, terdapat 20 perusahaan sektor real estat dan properti sebagai sampel selama 10 tahun periode pengamatan, dan didapatkan 200 observasi untuk dianalisis.

Kemudian, pengukuran variabel dalam penelitian ini dilakukan berdasarkan indikator-indikator finansial yang telah teruji secara empiris dalam studi keuangan korporat. Variabel dependen adalah kebijakan dividen, yang diproksikan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR), yaitu rasio antara total dividen tunai yang dibayarkan terhadap laba bersih perusahaan dalam satu tahun fiskal (Hartono & Raya, 2022). Variabel independen pertama, profitabilitas, diukur dengan *Return on Assets* (ROA), yang dihitung dengan membagi laba bersih setelah pajak dengan total aset akhir tahun (Hartono et al., 2020; Wijaya et al., 2025). Variabel leverage diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), yaitu rasio total liabilitas terhadap total ekuitas (Hartono, Tinungki, et al., 2023; Hartono, Wijaya, et al., 2023). Ukuran perusahaan dihitung melalui natural logarithm dari total aset (TA), guna mengatasi *skewness* data dan memperhalus skala pengukuran (Hartono, Robiyanto, et al., 2024; Hartono, Tinungki, et al., 2024). Sementara itu, usia perusahaan (USIA) dinyatakan dalam bentuk aktual (dalam satuan tahun), dihitung sejak tahun berdirinya perusahaan hingga tahun observasi berjalan (Tinungki, Hartono, et al., 2022; Usman et al., 2024).

Analisis data dilakukan dengan metode regresi data panel (Biørn, 2017; Maichal et al., 2024) yang melibatkan tiga model utama: *Common Effect Model* (CEM) dengan pendekatan kuadrat terkecil biasa, *Fixed Effect Model* (FEM) dengan pendekatan *least square dummy variable*, dan *Random Effect Model* (REM) *generalized least square*. Pemilihan model terbaik dilakukan secara berurutan melalui beberapa tahapan pengujian. Pertama, uji Chow digunakan untuk membandingkan CEM dan FEM. Kedua, jika FEM lebih sesuai, uji Hausman dilaksanakan untuk menentukan apakah model REM lebih efisien daripada FEM. Ketiga, apabila terdapat indikasi preferensi model acak, uji Lagrange Multiplier (LM) digunakan untuk membandingkan CEM dan REM. Setelah model regresi panel optimal ditentukan, pengujian *goodness of fit* dilakukan menggunakan koefisien determinasi (*Adjusted R-squared*) untuk mengevaluasi kemampuan model dalam menjelaskan variasi kebijakan dividen. Pengujian signifikansi model secara keseluruhan dilakukan dengan uji simultan, sedangkan signifikansi parsial dari masing-masing variabel independen diuji dengan pendekatan satu arah (*one-tailed*) sesuai dengan sifat *directional* dari hipotesis penelitian ini. Uji parsial dilakukan dengan tingkat signifikansi (α) yang ditetapkan: 1%, 5%, dan 10%. Sehingga, persamaan ekonometrik yang menggambarkan model empiris penelitian ini digambarkan pada persamaan (1) berikut ini:

$$DPR_{i,t} = \alpha + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 DER_{i,t} + \beta_3 TA_{i,t} + \beta_4 USIA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Keterangan: $DPR_{i,t}$: *dividend payout ratio* pada perusahaan ke- i dan periode ke- t ; $ROA_{i,t}$: *return on asset* pada perusahaan ke- i dan periode ke- t ; $TA_{i,t}$: total aset pada perusahaan ke- i dan periode ke- t ; $USIA_{i,t}$: usia perusahaan aktual pada perusahaan ke- i dan periode ke- t ; $\varepsilon_{i,t}$: *error* pada perusahaan ke- i dan periode ke- t ; $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: koefisien pengaruh regresi; α : konstanta model regresi.

Results and Discussion

Distribusi statistik deskriptif yang tersaji pada tabel 1 menunjukkan beberapa anomali empiris yang penting untuk dicermati secara kritis dalam konteks karakteristik industri properti dan real estat di pasar negara berkembang. Salah satu temuan yang menonjol adalah munculnya nilai negatif DPR, yang secara teknis mencerminkan praktik pembagian dividen meskipun perusahaan mengalami kerugian akuntansi, sebuah gejala yang sering diasosiasikan dengan tekanan eksternal untuk mempertahankan sinyal kepercayaan pasar, terutama dalam struktur kepemilikan yang terkonsentrasi atau dalam situasi *window dressing* menjelang aksi korporasi (Balli et al., 2022; Lamoreaux et al., 2019). Di sisi lain, adanya nilai DPR yang sangat tinggi melebihi satu menunjukkan bahwa sebagian entitas menggunakan sumber dana lain seperti laba ditahan historis atau kas yang tidak tercermin dalam laba bersih tahun berjalan, yang merupakan pola umum dalam sektor yang arus kasnya bersifat periodik dan tidak sejalan dengan pencatatan pendapatan berbasis akrual (Kilincarslan, 2021). Kondisi ini paralel dengan nilai ROA yang memperlihatkan variasi hingga ke nilai negatif, merefleksikan keberadaan perusahaan yang secara operasional belum mencapai *break-even*, atau tengah berada dalam siklus pembangunan proyek jangka panjang, sehingga menghasilkan margin yang tertekan. Untuk *leverage*, variasi DER yang melampaui ambang konvensional memperkuat indikasi bahwa sebagian besar perusahaan dalam sampel mengandalkan pembiayaan eksternal yang tinggi, sejalan dengan struktur pendanaan proyek berbasis utang dalam industri real estat dan properti. Dari perspektif dispersi, DPR dan ROA menunjukkan pola overdispersi. Sebaliknya, DER, TA, dan USIA menunjukkan equidispersi (Hartono, Tinungki, et al., 2021).

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Min.	Maks.	Rata-Rata	Std. Dev.
DPR	-0.529	8.326	0.174	0.616
ROA	-0.186	0.277	0.049	0.054
DER	0.084	3.701	0.863	0.579
TA	13.803	18.018	16.048	1.007
USIA	19	52	35.85	7.560

Hasil analisis korelasi *Pearson* pada tabel 2 menunjukkan bahwa hubungan antara variabel-variabel independen terhadap kebijakan dividen (DPR) berada pada tingkat kekuatan yang relatif lemah dan tersebar dalam berbagai arah. Korelasi antara ROA dan DPR berada pada tingkat yang sangat rendah dan positif, mengindikasikan asosiasi yang lemah secara statistik. DER justru menunjukkan korelasi positif yang sedikit lebih tinggi dengan DPR, namun tetap dalam kategori hubungan sangat lemah. Sebaliknya, TA menunjukkan korelasi negatif yang sangat lemah dengan DPR, sedangkan usia perusahaan menunjukkan korelasi positif yang serupa dalam tingkat kelemahannya. Adapun korelasi antarvariabel independen menunjukkan tidak adanya potensi multikolinearitas serius, karena seluruh nilai korelasi berada jauh di bawah ambang batas kritis 0,700 (Hartono, Robiyanto, et al., 2024). Meskipun korelasi negatif antara DER dan ROA terdeteksi dalam tingkat lemah dan paling tinggi diantaranya, nilainya belum mencapai ambang yang mengancam stabilitas regresi. Dengan demikian, dari perspektif diagnostik awal, struktur hubungan antarvariabel dalam model ini memenuhi asumsi klasik non-multikolinearitas dan layak untuk dianalisis lebih lanjut melalui pendekatan regresi panel.

Tabel 2. Hubungan Korelasional dengan Korelasi *Pearson*

Variabel	DPR	ROA	DER	TA	USIA
DPR	1.000				
ROA	0.099	1.000			
DER	0.161	-0.314	1.000		
TA	-0.072	-0.133	0.174	1.000	
USIA	0.103	0.124	-0.016	0.131	1.000

Berdasarkan hasil pengujian spesifikasi model panel, pemilihan pendekatan estimasi yang paling tepat dalam penelitian ini didasarkan pada tiga tahapan uji *likelihood* formal, yaitu *Chow test*, *Hausman test*, dan *Lagrange Multiplier* (LM) test, dengan signifikansi acuan pada tingkat $\alpha = 5\%$. Pertama, *Chow test* menghasilkan nilai F-statistik sebesar 3,13 dan signifikan pada tingkat di bawah 5%, yang menunjukkan bahwa *Fixed Effect Model* (FEM) lebih sesuai dibandingkan *Common Effect Model* (CEM) karena terdapat perbedaan signifikan antar entitas dalam intercept masing-masing perusahaan. Selanjutnya, *Hausman test* menghasilkan nilai statistik sebesar 8,17 dan signifikan hanya pada tingkat 10%, namun tidak signifikan pada tingkat 5%, sehingga tidak terdapat cukup bukti untuk menolak hipotesis nol bahwa perbedaan estimasi antara FEM dan *Random Effect Model* (REM) tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, REM dinilai lebih efisien secara ekonometrik karena mengasumsikan bahwa efek individual tidak berkorelasi dengan variabel independen. Pengujian terakhir melalui *Lagrange Multiplier* (LM) test menghasilkan nilai statistik sebesar 15,95 yang signifikan di bawah 5%, yang menegaskan bahwa REM lebih unggul dibandingkan CEM karena mampu menangkap variasi *unobserved heterogeneity* secara stokastik. Oleh karena itu, berdasarkan kombinasi ketiga uji tersebut, *Random Effect Model* ditetapkan sebagai model estimasi paling tepat untuk penelitian ini. Mengingat bahwa REM diestimasi menggunakan pendekatan *Generalized Least Squares* (GLS), maka tidak diperlukan lagi pengujian asumsi klasik seperti normalitas residual, homoskedastisitas, dan autokorelasi, karena sifat dasar dari REM telah mengakomodasi kompleksitas struktur galat dalam panel data secara sistematis dan efisien (Biørn, 2017; Tinungki et al., 2025).

Tabel 3. Uji *Likelihood*

<i>Chow Test:</i>	<i>Hausman Test:</i>	<i>Lagrange Multiplier Test:</i>
<i>F-stat</i>	χ^2 -stat	$\bar{\chi}^2$ -stat
3.13***	8.17*	15.95***

Keterangan: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

Lebih lanjut, estimasi regresi data panel tersaji pada tabel 4. Uji *goodness of fit* pada *Random Effect Model* (REM) didapatkan hasil bahwa koefisien determinasi dari nilai *adjusted R-squared* yang didapatkan adalah sebesar 9.54%. Nilai *adjusted R-squared* dalam model ini tetap mencerminkan daya jelas yang substantif terhadap kebijakan dividen, mengingat model dibatasi hanya pada empat variabel internal utama yang relevan secara teoritik dan kontekstual dalam struktur keuangan sektor real estat dan properti di Indonesia, sehingga meskipun kontribusi deterministiknya relatif kecil, variabilitasnya tetap mampu memberikan eksplanasi yang bermakna dalam mengurai dinamika mikro perusahaan di tengah kompleksitas eksternal yang tidak dimodelkan secara eksplisit. Lebih lanjut, uji simultan REM dengan *Wald χ^2 test* didapatkan signifikansi pada level 5%, sehingga model ini dinyatakan *fit* karena terbukti minimal terdapat minimal satu prediktor berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Tabel 4. Estimasi Regresi Data Panel: *Common Effect Model*, *Fixed Effect Model* (FEM), dan *Random Effect Model* (REM)

Variabel Independen	CEM	FEM	REM
ROA	1.636**	0.736	1.110*

	(0.835)	(0.950)	(0.834)
DER	0.242*** (0.078)	0.453*** (0.104)	0.347*** (0.086)
TA	-0.060* (0.041)	-0.240 (0.259)	-0.082* (0.062)
USIA	0.008* (0.006)	0.025 (0.023)	0.011* (0.008)
α	0.554 (0.655)	2.708 (3.605)	0.745 (0.982)
Σ observasi	200	200	200
Σ grup	-----	20	20
<i>Adj. R-squared</i>	5.01%	10.13%	9.54%
<i>F-stat</i>	3.63***	5.97***	-----
<i>Wald χ^2-stat</i>	-----	-----	18.59***

Keterangan: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$. Uji parsial menggunakan pendekatan *one-tailed*, sedangkan uji simultan tidak.

Beberapa temuan empiris terhadap penelitian utama ditemukan sebagai berikut berdasarkan estimasi REM pada tabel 4. Pertama, estimasi regresi menunjukkan bahwa ROA memiliki koefisien pengaruh positif dan signifikan pada level 10% terhadap DPR, sehingga terbukti profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Oleh sebab itu, dugaan pertama diterima. Temuan empiris ini sejalan dengan temuan yang dilaporkan oleh (Sugiastuti et al., 2018), (Hartono & Robiyanto, 2023), (Kusuma et al., 2018), (Santosa et al., 2023), (Hartono, Robiyanto, et al., 2024), dan (Tinungki et al., 2025), serta (Usman et al., 2024) yang spesifik untuk perusahaan real estat dan properti. Temuan ini mengafirmasi bahwa kekuatan laba bersih sebagai representasi kapasitas internal perusahaan memainkan peran sentral dalam penetapan kebijakan distribusi kas kepada pemegang saham, khususnya dalam sektor real estat dan properti yang memiliki intensitas modal tinggi serta karakteristik arus kas yang fluktuatif (Pattiruhu & Paais, 2020; Tinungki, Robiyanto, et al., 2022). Dalam konteks ini, perusahaan yang mampu mempertahankan margin keuntungan cenderung memiliki fleksibilitas fiskal yang lebih besar dalam memenuhi kebutuhan belanja modal dan kewajiban jangka pendek, sehingga memungkinkan akumulasi kelebihan kas (*excess cash*) yang dapat dialirkan sebagai dividen tanpa mengganggu likuiditas operasional maupun leverage optimal (Islam et al., 2022; A. K. Panda & Nanda, 2018; Sugiastuti et al., 2018). Fenomena ini juga memperkuat fungsi laba sebagai sinyal kredibel bagi pasar, yang tidak hanya meningkatkan persepsi terhadap kualitas laba (*earnings quality*), tetapi juga memperkuat reputasi perusahaan di mata investor institusional melalui pola pembayaran dividen yang stabil dan dapat diprediksi (He et al., 2017). Oleh karena itu, hubungan kausalitas positif antara profitabilitas terhadap dividen mencerminkan disiplin pasar dan praktik tata kelola yang berorientasi pada pemegang saham dalam lingkungan korporasi sektor real estat dan properti di Indonesia (Setiawan et al., 2016).

Kedua, estimasi regresi menunjukkan bahwa DER memiliki koefisien pengaruh positif dan signifikan pada level 1% terhadap DPR, sehingga terbukti *leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Oleh sebab itu, dugaan kedua ditolak. Temuan empiris ini sejalan dengan temuan yang dilaporkan oleh (Sugiastuti et al., 2018), (Hartono & Robiyanto, 2023), dan (Hartono, Robiyanto, et al., 2024), serta yang spesifik untuk perusahaan real estat dan properti dibuktikan oleh (Hartono & Matusin, 2020), (Hartono, Sari, et al., 2021), dan (Usman et al., 2024). Temuan empiris dalam konteks perusahaan real estat dan properti di Indonesia ini mengindikasikan bahwa penggunaan utang tidak semata-mata diposisikan sebagai beban finansial yang menghambat distribusi kas kepada pemegang saham, melainkan dapat berfungsi sebagai sinyal disiplin pasar yang memperkuat reputasi korporasi (Lim, 2016). Dalam kerangka *trade-off theory*, hasil ini mencerminkan bahwa perusahaan tidak hanya mempertimbangkan risiko kebangkrutan dari utang, tetapi juga mengejar manfaat pajak dan kontrol manajerial yang melekat pada struktur pembiayaan eksternal

(Hartono, Sari, et al., 2021). Pada sektor real estat dan properti yang padat modal dan menghadapi tekanan arus kas siklis, leverage dapat digunakan secara strategis untuk mengoptimalkan struktur modal sekaligus mempertahankan pembayaran dividen sebagai bentuk komitmen terhadap stabilitas keuangan jangka panjang (Hartono & Matusin, 2020). Dengan demikian, hubungan positif antara *leverage* terhadap dividen menunjukkan preferensi perusahaan dalam menyeimbangkan antara kepentingan kreditor dan pemegang saham melalui kebijakan yang simultan mengelola ekspektasi pasar dan efisiensi modal (Hartono & Robiyanto, 2023).

Ketiga, estimasi regresi menunjukkan bahwa TA memiliki koefisien pengaruh negatif dan signifikan pada level 10% terhadap DPR, sehingga terbukti ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Oleh sebab itu, dugaan ketiga ditolak. Temuan empiris ini sejalan dengan temuan yang dilaporkan oleh (Hartono & Robiyanto, 2023), (Santosa et al., 2023), dan (Tinungki et al., 2025), serta yang spesifik untuk perusahaan real estat dan properti dibuktikan oleh (Hartono & Matusin, 2020) dan (Usman et al., 2024). Temuan ini menunjukkan bahwa besarnya skala korporasi tidak selalu dikonversi menjadi intensitas distribusi kas kepada pemegang saham, khususnya dalam lanskap industri real estat dan properti di Indonesia (Hartono & Matusin, 2020). Meskipun entitas besar umumnya diasosiasikan dengan stabilitas arus kas dan aksesibilitas terhadap sumber pendanaan, dinamika internal korporasi yang kompleks serta strategi ekspansi jangka panjang justru dapat mendorong alokasi laba ditahan yang lebih agresif demi mendukung pengembangan portofolio proyek bernilai tinggi (Lim, 2016). Dalam kondisi tersebut, perusahaan besar cenderung menahan dividen guna mempertahankan fleksibilitas investasi, mengingat proyek real estat bersifat padat modal, berjangka panjang, dan memerlukan cadangan likuiditas yang substansial untuk mengantisipasi volatilitas pasar properti (Benavides et al., 2016; Usman et al., 2024). Selain itu, beban administratif, struktur organisasi yang lebih kompleks, serta kepentingan pemangku kepentingan yang lebih beragam dalam perusahaan besar dapat menciptakan *trade-off* yang memperkuat preferensi terhadap internal financing dibandingkan distribusi dividen langsung (Muda et al., 2016). Maka dari itu, hubungan negatif ini secara konseptual merefleksikan bahwa pertumbuhan skala perusahaan tidak selalu linier dengan peningkatan kebijakan dividen, melainkan dipengaruhi oleh preferensi reinvestasi dan strategi akumulasi modal internal yang lebih dominan (Hartono & Matusin, 2020; Usman et al., 2024).

Keempat, estimasi regresi menunjukkan bahwa USIA memiliki koefisien pengaruh positif dan signifikan pada level 10% terhadap DPR, sehingga terbukti usia perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Oleh sebab itu, dugaan keempat diterima. Temuan empiris ini sejalan dengan temuan yang dilaporkan oleh (Tinungki, Robiyanto, et al., 2022) (Badu, 2019), dan (Ranjee et al., 2018). Temuan empiris ini merefleksikan karakteristik struktural yang secara progresif terbentuk seiring waktu, seperti kestabilan arus kas, reputasi historis, dan kedewasaan strategi korporat. Perusahaan yang telah beroperasi dalam jangka waktu panjang umumnya telah melewati fase inisiasi dan ekspansi, sehingga tingkat ketergantungannya terhadap pembiayaan eksternal cenderung lebih rendah dan memiliki akumulasi cadangan kas serta laba ditahan yang cukup untuk menopang pembayaran dividen secara konsisten (Sharma & Bakshi, 2019; Tinungki, Robiyanto, et al., 2022). Di sektor real estat dan properti yang ditandai dengan siklus proyek panjang dan risiko permintaan yang volatil, kedewasaan usia perusahaan juga berkorelasi dengan telah selesainya portofolio proyek-proyek besar yang mulai menghasilkan pendapatan berulang, memberikan fleksibilitas likuiditas yang lebih tinggi untuk mendukung kebijakan distribusi laba kepada pemegang saham (Sharma, 2021; Sharma & Bakshi, 2019). Selain itu, perusahaan yang telah lama berdiri cenderung lebih transparan dan diawasi oleh investor institusional serta regulator, sehingga insentif reputasional untuk mempertahankan kebijakan dividen yang stabil menjadi lebih dominan (Oh & Park, 2021; Wang et al., 2024). Oleh sebab itu, hubungan positif antara usia perusahaan terhadap kebijakan dividen mencerminkan integrasi antara kematangan siklus hidup korporasi dengan komitmen jangka panjang terhadap tata kelola keuangan yang responsif terhadap kepentingan pemegang saham.

Conclusion

Berdasarkan hasil estimasi regresi data panel dengan pendekatan *Random Effects Model*, penelitian ini menyimpulkan bahwa profitabilitas dan usia perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sementara leverage juga menunjukkan pengaruh positif namun tidak searah dengan dugaan awal, dan ukuran perusahaan justru berpengaruh negatif secara signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa dalam sektor real estat dan properti di Indonesia, dimensi keuangan internal seperti laba dan akumulasi pengalaman korporat lebih menentukan dalam perumusan kebijakan distribusi dividen dibandingkan dengan karakteristik struktural seperti skala aset. Implikasi manajerial dari hasil ini menekankan perlunya penguatan kinerja laba yang berkelanjutan dan strategi manajemen kas yang adaptif terhadap dinamika siklus proyek sektor properti. Selain itu, manajemen perusahaan besar disarankan untuk meninjau ulang preferensi reinvestasi yang terlalu konservatif, karena dapat mengabaikan ekspektasi investor terhadap imbal hasil tunai. Dalam konteks leverage, hasil yang tidak terduga mendorong pemahaman baru bahwa struktur utang dalam industri ini dapat difungsikan sebagai alat manajemen reputasi dan sinyal kepercayaan pasar, sejalan dengan pandangan trade-off theory yang menempatkan keseimbangan biaya dan manfaat utang sebagai determinan strategis dalam kebijakan dividen (Hartono & Matusin, 2020; Lotto, 2020).

Terdapat beberapa keterbatasan metodologis dan konseptual yang perlu dicermati pada penelitian ini. Pertama, ruang lingkup penelitian yang hanya mencakup variabel-variabel internal perusahaan seperti profitabilitas, *leverage*, ukuran, dan usia perusahaan mengabaikan faktor-faktor eksternal yang berpotensi turut memengaruhi kebijakan dividen, seperti volatilitas makroekonomi, suku bunga, ketentuan perpajakan dividen, serta tekanan regulasi sektoral. Kedua, pendekatan model linier dalam regresi data panel tidak mengakomodasi kemungkinan adanya hubungan non-linier atau efek mediasi dan moderasi antarvariabel, yang dalam konteks struktur keuangan sektor properti sangat mungkin terjadi. Ketiga, karakteristik asimetris antara perusahaan yang membayar dan tidak membayar dividen selama periode observasi belum dianalisis secara komparatif, padahal dapat memberikan wawasan yang lebih tajam terhadap determinan kebijakan dividen. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk mengembangkan model yang lebih kompleks dengan memasukkan variabel kontekstual eksternal, menguji hubungan non-linier dan interaktif, serta menggunakan pendekatan klasifikasi panel seperti zero-inflated atau hurdle models guna menangkap dinamika pembayaran dividen secara lebih holistik dan presisi dalam sektor yang bersifat siklikal dan padat modal ini.

Acknowledgement

References

- Al Sawalqa, F. A. (2021). Life-cycle theory of corporate dividend policy in Jordan: The role of equities, assets, and age during the period 2015 – 2019. *Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 8 No 6, 8*(6), 1–11. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no6.0001>
- Arhinful, R., Mensah, L., Amin, H. I. M., & Obeng, H. A. (2024). The influence of cost of debt, cost of equity and weighted average cost of capital on dividend policy decision: evidence from non-financial companies listed on the Frankfurt Stock Exchange. *Future Business Journal, 10*(1). <https://doi.org/10.1186/s43093-024-00384-8>
- Arifaj, A. H., Berisha, V., Morina, F., & Avdyli, E. (2023). Exploring the impact of cash flow, company size, and debt on financial performance in corporations. *Investment Management and Financial Innovations, 20*(3), 264–272. [https://doi.org/10.21511/imfi.20\(3\).2023.22](https://doi.org/10.21511/imfi.20(3).2023.22)
- Badu, E. A. (2019). Determinants of Dividend Payout Policy of listed Financial Institutions in Ghana. *Business, Management and Economics Research, 4*(59), 134–141. <https://doi.org/10.32861/bmer.59.134.141>

- Balli, F., Agyemang, A., Gregory-Allen, R., & Ozer Balli, H. (2022). Corporate dividend smoothing: The role of cross-listing. *Journal of Corporate Finance*, 72(December 2021), 102151. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102151>
- Benavides, J., Berggrun, L., & Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America. *Finance Research Letters*, 17, 197–210. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.012>
- Bergmann, P., Kamarás, E., Gleißner, W., & Guenther, E. (2020). Enhanced cash flow valuation in real estate management by integrating innovative materials and risk assessment. *Sustainability (Switzerland)*, 12(6), 1–26. <https://doi.org/10.3390/su12062201>
- 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/10.2307/3003330>
- Biørn, E. (2017). *Econometrics of Panel Data: Methods and Applications* (1st ed.). Oxford University Press.
- Brawn, D. A., & Šević, A. (2018). “Firm size matters: Industry sector, firm age and volatility do too in determining which publicly-listed US firms pay a dividend.” *International Review of Financial Analysis*, 58(April), 132–152. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.05.002>
- Cumming, D. J., Javakhadze, D., & Rajkovic, T. (2024). Unlocking Dividends: The impact of managerial social capital on international corporate payouts. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 95(June), 102025. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2024.102025>
- Gusni, G. (2017). The Determinants of Dividend Policy: A Study of Financial Industry in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 21(4), 562–574. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v21i4.1521>
- Haran, M. E., Lo, D., McCord, M., Davis, P., & Lim, L. C. (2020). Impact of firm-level attributes on listed real estate company performance. *Journal of Property Investment and Finance*, 39(4), 323–348. <https://doi.org/10.1108/JPIF-03-2020-0030>
- Hartono, P. G., Lestari, H. S., Wijaya, R., Hartono, A. B., & Tinungki, G. M. (2020). Likuiditas sebagai Prediktor Profitabilitas: Sebuah Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur. *DERIVATIF: Jurnal Manajemen*, 14(2), 126–137. <https://doi.org/10.24127/jm.v14i2.475>
- Hartono, P. G., & Matusin, A. R. (2020). The Determinants of Dividend Policy on Real Estate, Property, and Building Construction Companies Listed in IDX using Unbalanced Panel Data Approach. *TIJAB (The International Journal of Applied Business)*, 4(2), 139. <https://doi.org/10.20473/tjab.v4.i2.2020.139-156>
- Hartono, P. G., & Raya, M. Y. (2022). COVID-19 Pandemic, Dividend Policy, and Stock Market Reaction: Evidence from the Manufacturing Companies in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 26(4), 758–778. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v26i4.8226>
- Hartono, P. G., & Robiyanto, R. (2023). Factors affecting the inconsistency of dividend policy using dynamic panel data model. *SN Business & Economics*, 3(2), 53. <https://doi.org/10.1007/s43546-023-00431-6>
- Hartono, P. G., Robiyanto, R., Tinungki, G. M., Frensidi, B., Raya, M. Y., & Hidarto, A. (2024). Revisiting Dividend Policy and Stock Market Reaction of Indonesian Manufacturing Enterprises amidst the COVID-19 Crisis: A Series of Robustness Checks. *Scientific Papers of the University of Pardubice, Series D: Faculty of Economics and Administration*, 32(1), 1773. <https://doi.org/10.46585/sp32011773>
- Hartono, P. G., Sari, W. R., Tinungki, G. M., Jakaria, & 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), 89–106. <https://doi.org/10.24856/mem.v36i2.2023>
- Hartono, P. G., Tinungki, G. M., Jakaria, J., Hartono, A. B., Hartono, P. G., & Wijaya, R. (2021). Overcoming Overdispersion on Direct Mathematics Learning Model Using the Quasi Poisson Regression. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 550, 442–449. <https://doi.org/10.2991/assehr.k.210508.102>
- Hartono, P. G., Tinungki, G. M., Suade, Y. K. M., Rahardja, L., Triany, N. A., Tyas, I. W., & Hartono, P. G. (2024). Did investment opportunity moderate the influence of the COVID-19 crisis on dividend

- policy? *Jurnal Manajemen Dan Pemasaran Jasa*, 17(2), 261–276. <https://doi.org/10.25105/v17i2.20006>
- Hartono, P. G., Tinungki, G. M., & Susanto, K. P. (2023). COVID-19, Profitability, and Dividend Policy: A Robustness Test for Mediation Model using Covariance-Based SEM. *International Journal of Digital Entrepreneurship and Business*, 4(1), 1–13. <https://doi.org/10.52238/ideb.v4i1.106>
- Hartono, P. G., Wijaya, R., Hartono, A. B., Dizar, S., Magetsari, O. N. N., Anggara, I. S., & Sujono, M. I. (2023). Factors affecting stock price of maritime companies in Indonesia. *AIP Conference Proceedings*, 2675(February). <https://doi.org/10.1063/5.0116974>
- He, W., Ng, L., Zaiats, N., & Zhang, B. (2017). Dividend policy and earnings management across countries. *Journal of Corporate Finance*, 42, 267–286. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.014>
- Houqe, M. N., Michael, M., Ali, M. J., & Rahman, D. (2024). Company reputation and dividend payout. *Meditari Accountancy Research*, 32(6), 2261–2297. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-12-2023-2249>
- Islam, R., Haque, Z., & Moutushi, R. H. (2022). Earnings quality and financial flexibility: A moderating role of corporate governance. *Cogent Business and Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2097620>
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283–298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kilincarslan, E. (2021). Smoothed or not smoothed: The impact of the 2008 global financial crisis on dividend stability in the UK. *Finance Research Letters*, 38(December 2019), 101423. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101423>
- Kusuma, P. J., Hartoyo, S., & Sasongko, H. (2018). Analysis of Factors that Influence Dividend Payout Ratio of Coal Companies in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 9(2), 189–197. <https://doi.org/10.15294/jdm.v9i2.16417>
- Lamoreaux, P. T., Litov, L. P., & Mauler, L. M. (2019). lead Independent Directors: Good governance or window dressing? *Journal of Accounting Literature*, 43(May), 47–69. <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2019.06.001>
- Lestari, H. S. (2018). Determinants of corporate dividend policy in Indonesia. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science*, 106(1). <https://doi.org/10.1088/1755-1315/106/1/012046>
- Lim, K. (2016). The Shift of a Dividend Policy and a Leverage Policy during the 2008 Financial Crisis. *International Journal of Finance & Banking Studies*, 5(6), 09–14. <https://doi.org/10.20525/ijfbs.v5i6.600>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Lotto, J. (2020). On an ongoing corporate dividend dialogue: Do external influences also matter in dividend decision? *Cogent Business and Management*, 7(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1787734>
- Maichal, M., Hartono, P. G., Firman, A., & Yudha, I. M. E. K. (2024). The Influence of Gross Regional Domestic Product Per Capita and Foreign Direct Investment on Income Inequality: An Empirical Study of 34 Provinces in Indonesia. *Journal of Economics Research and Social Sciences*, 8(2), 197–206. <https://doi.org/10.18196/jerss.v8i2.23256>
- Marpaung, A., Brahmanto, U., & Muharam, H. (2025). Sustainable Dividend Strategies: Analyzing Factors Influencing Dividend Policy in Indonesian Manufacturing Firms. *Economic and Business Horizon*, 4(2), 55–66. <https://lifescifi.com/journal/index.php/ebh/article/view/614>
- Matyunina, A., & Ongena, S. (2022). Bank capital buffer releases, public guarantee programs, and dividend bans in COVID-19 Europe: an appraisal. *European Journal of Law and Economics*, 54(1), 127–152. <https://doi.org/10.1007/s10657-022-09734-9>

- Muda, I., Dharsuky, A., Sadalia, I., & Siregar, H. S. (2016). Impact of capital investments and cash dividend policy on Regional Development Bank (BPD) Pt. Bank Sumut to the district own source revenue and economic growth. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 14(11), 7863–7880.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Oh, H., & Park, S. (2021). Corporate sustainable management, dividend policy and chaebol. *Sustainability (Switzerland)*, 13(13), 1–19. <https://doi.org/10.3390/su13137495>
- Panda, A. K., & Nanda, S. (2018). Working capital financing and corporate profitability of Indian manufacturing firms. *Management Decision*, 56(2), 441–457. <https://doi.org/10.1108/MD-07-2017-0698>
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>
- Pattiruhu, J. R., & Paais, M. (2020). Effect of Liquidity, Profitability, Leverage, and Firm Size on Dividend Policy. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 35–42. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.035>
- Perry, K. (2020). The property sector approach to major projects risk, uncertainty and complexity. *Journal of Mega Infrastructure & Sustainable Development*, 2(1), 69–86. <https://doi.org/10.1080/24724718.2021.1932017>
- Ranajee, R., Pathak, R., & Saxena, A. (2018). To pay or not to pay: what matters the most for dividend payments? *International Journal of Managerial Finance*, 14(2), 230–244. <https://doi.org/10.1108/IJMF-07-2017-0144>
- Robiyanto, R., & Yunitaria, F. (2022). Dividend announcement effect analysis before and during the COVID-19 pandemic in the Indonesia Stock Exchange. *SN Business & Economics*, 2(2), 1–20. <https://doi.org/10.1007/s43546-021-00198-8>
- Santosa, P. B., Rini, I., Pangestuti, D., & Wahyudi, S. (2023). Dividend policy in Indonesian banking sector during COVID-19 pandemic period. *Cogent Social Sciences*, 9(2). <https://doi.org/10.1080/23311886.2023.2272657>
- Sari, W. R. (2017). Dividend Policy of Indonesian State-Owned Enterprises. *Telaah Bisnis*, 18(1), 33–44. <http://journal.stimykpn.ac.id/index.php/tb/article/download/92/50>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business A Skill-Building Approach* (7th ed.). John Wiley & Sons.
- Sethi, S. P., Martell, T. F., & Demir, M. (2017). An Evaluation of the Quality of Corporate Social Responsibility Reports by Some of the World's Largest Financial Institutions. *Journal of Business Ethics*, 140(4), 787–805. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2878-8>
- Setiawan, D., Bandi, B., Kee Phua, L., & Trinugroho, I. (2016). Ownership structure and dividend policy in Indonesia. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), 230–252. <https://doi.org/10.1108/JABS-05-2015-0053>
- Sharma, R. K. (2021). Factors influencing dividend decisions of Indian construction, housing and real estate companies: An empirical panel data analysis. *International Journal of Finance and Economics*, 26(4), 5666–5683. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2087>
- Sharma, R. K., & Bakshi, A. (2019). An evident prescience of determinants of dividend policy of Indian real estate companies: An empirical analysis using co-integration regression and generalised method of moments. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24(3), 358–384. <https://doi.org/10.1108/JFMPC-02-2019-0012>
- Sugiastuti, H. R., Dzulkhirom, M., & Rahayu, M. S. (2018). Effect of Profitability, Leverage toward Dividend Policy and Firm Value. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 8(80), 88–96. <https://doi.org/10.18551/rjoas.2018-08.12>
- Tinungki, G. M., Hartono, P. G., Frensidy, B., Sunusi, N., Robiyanto, R., & Atahau, A. D. R. (2025).

- Revisiting dividend policy in Indonesian green investment firms and associated market reaction: an in-depth analysis over crises period. *Cogent Business and Management*, 12(1), 1–36. <https://doi.org/10.1080/23311975.2025.2467229>
- Tinungki, G. M., Hartono, P. G., Robiyanto, R., Hartono, A. B., Jakaria, J., & Simanjuntak, L. R. (2022). The COVID-19 Pandemic Impact on Corporate Dividend Policy of Sustainable and Responsible Investment in Indonesia: Static and Dynamic Panel Data Model Comparison. *Sustainability (Switzerland)*, 14(10), 6152. <https://doi.org/10.3390/su14106152>
- Tinungki, G. M., Robiyanto, R., & Hartono, P. G. (2022). The Effect of COVID-19 Pandemic on Corporate Dividend Policy in Indonesia: The Static and Dynamic Panel Data Approaches. *Economies*, 10(1), 11. <https://doi.org/10.3390/economies10010011>
- Usman, B., Lestari, H. S., Syofyan, S., & Esya, L. (2024). Exploring the relationship between dividend policy, the COVID-19 crisis, and stock market reaction: empirical insights from Indonesian real estate and property firms. *Cogent Business and Management*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2024.2302204>
- Wang, Y., Zhang, Y., Chang, X., & Kang, W. (2024). CEO tenure and environmental fraud for listed family firms. *Business Strategy and the Environment*, 33(3), 1887–1905. <https://doi.org/10.1002/bse.3571>
- Wijaya, J., Hartono, P. G., Setiawati, J., Wijaya, J., Sutanto, R. S., & Chendry, E. J. W. (2025). The profitability of Indonesian infrastructure companies amid COVID-19: Quantile regression for stability testing. *Jurnal Ekonomi & Studi Pembangunan*, 26(1), 135–156. <https://doi.org/10.18196/jesp.v26i1.24971>
- Wirama, D. G., Krisnadewi, K. A., Artini, L. G. S., & Ardiana, P. A. (2024). Dividend policy and residual dividend theory: evidence from Indonesia. *Asian Journal of Accounting Research*, 9(3), 201–216. <https://doi.org/10.1108/AJAR-10-2023-0347>
- Zhang, X., & Xu, L. (2021). Firm life cycle and debt maturity structure: evidence from China. *Accounting and Finance*, 61(1), 937–976. <https://doi.org/10.1111/acfi.12600>