Seminar Nasional
FMI 2026 Surabaya
Prosiding

FMI Jawa Timur XVIII 2026

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Kinerja ESG, Arus Kas Bebas, dan Kebijakan Dividen: Bukti dari Perusahaan Tercatat di Bursa Efek Indonesia

Edy Tambeng Widjaja, Kuntarti Sri Rejeki & Farid Susanto

Universitas Negeri Surabaya, Surabaya

Email: 25081626049@mhs.unesa.ac.id

Abstract

This study examines how environmental, social, and governance (ESG) performance affects the dividend policies of companies listed on the Indonesia Stock Exchange, and the moderating role of free cash flow in this relationship. Using an unbalanced panel dataset from Bloomberg, covering 141 companies and 761 firm-year observations from 2016 to 2024, the analysis uses panel data regression with industry and year fixed effects and firm-clustered standard errors. Robustness checks include a two-way fixed-effects model, a one-year lagged ESG score, a non-financial subsample, and logistic regression; all computations were performed in RStudio. The results indicate that companies with higher ESG performance pay larger dividends: a one-point increase in the ESG score is associated with an approximately 5.6 percentage-point rise in the dividend payout ratio. The social pillar emerges as the primary driver, while the environmental pillar shows no significant effect. Free cash flow significantly strengthens this relationship; the impact of ESG on dividends is statistically insignificant for firms with low free cash flow but becomes substantial for those with high free cash flow. These findings support the view that ESG-oriented firms use dividends to discipline free cash flow and align shareholders' interests with those of other stakeholders, with important implications for investors and regulators seeking to foster a sustainable financial ecosystem.

Keywords ESG performance, dividend policy, free cash flow, panel data regression, Indonesian Stock Exchange.

1. Pendahuluan

Kebijakan dividen tetap menjadi salah satu teka-teki tertua dalam manajemen keuangan (Lintner, 1956; Miller & Rock, 1985; Fama & French, 2001). Di pasar berkembang seperti Indonesia, dividen memiliki peran ganda: selain sebagai imbal hasil tunai bagi investor, dividen berfungsi sebagai mekanisme tata kelola yang membatasi kebebasan manajer dan pemegang saham pengendali atas kas perusahaan ketika perlindungan hukum terhadap pemegang saham minoritas relatif lemah (La Porta dkk., 2000; Mitton, 2004; Athari, 2021). Pada saat yang sama, agenda keberlanjutan telah mengubah cara perusahaan mengalokasikan sumber daya: Otoritas Jasa Keuangan mewajibkan laporan keberlanjutan, Bursa Efek Indonesia menerbitkan indeks bertema ESG, dan investor institusi global semakin menggunakan skor ESG. Pertanyaannya bagi manajer keuangan adalah apakah komitmen terhadap kinerja lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) berjalan seiring dengan kemampuan dan kemauan perusahaan untuk membagikan kas kepada pemegang saham, atau justru bersaing memperebutkan kas yang sama.

Secara teoretis kedua kemungkinan tersebut sama-sama masuk akal. Cheung dkk. (2018) merumuskan dua pandangan yang bersaing. Pandangan pertama menyatakan bahwa aktivitas ESG menurunkan biaya ekuitas sehingga perusahaan terdorong untuk menahan kas dan

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

berinvestasi ketimbang membayar dividen; pengeluaran ESG juga dapat menggeser kas yang seharusnya dibagikan, sebagaimana ditunjukkan oleh penurunan dividen setelah pengungkapan tanggung jawab sosial diwajibkan (Ni & Zhang, 2019). Pandangan kedua menyatakan bahwa ESG merupakan investasi bernilai sekarang bersih positif yang meningkatkan laba dan menurunkan risiko, sehingga kapasitas membayar dividen meningkat, dan bahwa perusahaan ber-ESG tinggi menggunakan dividen untuk menunjukkan bahwa orientasi pada pemangku kepentingan tidak mengorbankan pemegang saham (Benlemlih, 2019; Bilyay-Erdogan dkk., 2023; Kumar & Ghalke, 2025). Bukti empiris di Amerika Serikat, Eropa, India, Arab Saudi, dan Malaysia umumnya mendukung pandangan kedua (Rakotomavo, 2012; Samet & Jarboui, 2017; Badru & Qasem, 2021; Zahid dkk., 2023; Dahiya dkk., 2023; Salvi dkk., 2024; Almulhim dkk., 2024), demikian pula bukti lintas 16 pasar berkembang (Malik & Kashiramka, 2025).

Meskipun demikian, bukti untuk Indonesia masih terbatas dan sebagian besar menggunakan indeks pengungkapan yang dibangun sendiri, bukan skor kinerja ESG dari lembaga pemeringkat. Selain itu, literatur belum banyak menguji peran arus kas bebas sebagai kondisi yang memperkuat atau melemahkan hubungan ESG dan dividen, padahal teori arus kas bebas (Jensen, 1986) menempatkan ketersediaan kas yang melebihi kebutuhan investasi sebagai sumber utama konflik keagenan. Jika perusahaan ber-ESG tinggi memang lebih disiplin secara tata kelola (Ferrell dkk., 2016), maka kecenderungan mereka membagikan dividen seharusnya paling terlihat justru ketika kas berlimpah.

Artikel ini berkontribusi dalam tiga hal: menyajikan bukti Indonesia dengan skor kinerja ESG Bloomberg dan tiga ukuran kebijakan dividen (rasio pembayaran, dividen terhadap aset, dan keputusan membayar dividen); menguji arus kas bebas sebagai variabel moderasi sehingga literatur ESG terhubung langsung dengan teori keagenan arus kas bebas; dan mendekomposisi pilar ESG untuk mengidentifikasi dimensi yang paling relevan bagi kebijakan dividen. Hasil menunjukkan bahwa kinerja ESG, terutama pilar sosial, berkaitan dengan dividen yang lebih tinggi, dan bahwa hubungan tersebut menguat secara signifikan pada perusahaan dengan arus kas bebas yang besar.

2. Tinjauan Literatur

2.1 Teori keagenan, sinyal, dan pemangku kepentingan

Teori keagenan memandang dividen sebagai alat untuk mengurangi kas yang berada di bawah kendali manajer sehingga membatasi *overinvestment* dan konsumsi manfaat privat (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Jensen (1986) menegaskan bahwa konflik keagenan paling parah pada perusahaan dengan arus kas bebas yang besar, yaitu kas yang melebihi kebutuhan pendanaan seluruh proyek bernilai sekarang bersih positif; pembayaran dividen mengembalikan kas tersebut kepada pemegang saham. Dalam versi lintas negara, La Porta dkk. (2000) membedakan model hasil (*outcome*), di mana dividen merupakan hasil tekanan pemegang saham minoritas yang terlindungi, dan model substitusi, di mana perusahaan di negara berperlindungan lemah membayar dividen untuk membangun reputasi memperlakukan pemegang saham minoritas dengan baik. Teori sinyal menambahkan bahwa dividen menyampaikan informasi privat manajer tentang prospek laba (Miller & Rock, 1985), dan teori

e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

siklus hidup menjelaskan bahwa perusahaan matang cenderung membayar dividen (DeAngelo dkk., 2006).

Teori pemangku kepentingan (Freeman, 1984; Jones dkk., 2018) menyatakan bahwa hubungan yang baik dengan pemangku kepentingan menciptakan nilai jangka panjang yang pada akhirnya juga dinikmati pemegang saham. Dari perspektif ini, ESG dan dividen bersifat komplementer: keduanya merupakan sinyal bahwa perusahaan mampu memenuhi tuntutan berbagai pihak secara bersamaan (Seth & Mahenthiran, 2022). Benlemlih (2019) secara khusus berargumen bahwa perusahaan ber-ESG tinggi rentan dicurigai melakukan *overinvestment* pada aktivitas sosial, sehingga mereka menggunakan dividen yang lebih tinggi dan lebih stabil untuk meredam kecurigaan tersebut. Ferrell dkk. (2016) menemukan bahwa peringkat ESG justru lebih tinggi pada perusahaan dengan masalah keagenan yang lebih kecil, yang ditandai oleh arus kas bebas yang rendah dan rasio pembayaran dividen yang tinggi, sehingga ESG dan dividen sama-sama merupakan manifestasi tata kelola yang baik.

2.2 Pengembangan hipotesis

Argumen kapasitas dan argumen keagenan menghasilkan prediksi yang sama. Bilyay-Erdogan dkk. (2023) menunjukkan bahwa ESG meningkatkan dividen melalui saluran laba dan saluran risiko: kinerja ESG yang lebih baik meningkatkan profitabilitas dan menurunkan volatilitas arus kas, sehingga kapasitas membayar dividen naik. Malik dan Kashiramka (2025) mendokumentasikan bahwa di pasar berkembang skor ESG yang lebih tinggi berkaitan dengan probabilitas membayar dividen, jumlah dividen, dan stabilitasnya yang lebih tinggi. Bukti Indonesia yang tersedia juga menunjukkan bahwa perusahaan non-keuangan dengan kinerja ESG yang lebih baik mempertahankan pembayaran dividen yang lebih konsisten (Sucitawati & Utama, 2025). Berdasarkan uraian tersebut:

H1: Kinerja ESG berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pilar ESG memiliki kaitan yang berbeda dengan dividen. Pilar sosial mencerminkan hubungan dengan karyawan, pelanggan, dan masyarakat yang paling dekat dengan stabilitas operasi dan reputasi; pilar tata kelola berkaitan dengan hak pemegang saham dan mekanisme pengawasan; pilar lingkungan lebih banyak memerlukan belanja modal yang dapat bersaing dengan dividen. Studi internasional menemukan bahwa dimensi sosial dan lingkungan lebih dominan daripada tata kelola dalam memengaruhi dividen (Lakhal dkk., 2023; Kumar & Ghalke, 2025), sedangkan Tran dan Hoang (2025) untuk Vietnam menemukan hanya pilar lingkungan yang berpengaruh. Karena arah yang diprediksi teori pemangku kepentingan sama untuk ketiga pilar:

H2: Skor pilar lingkungan (E), sosial (S), dan tata kelola (G) masing-masing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

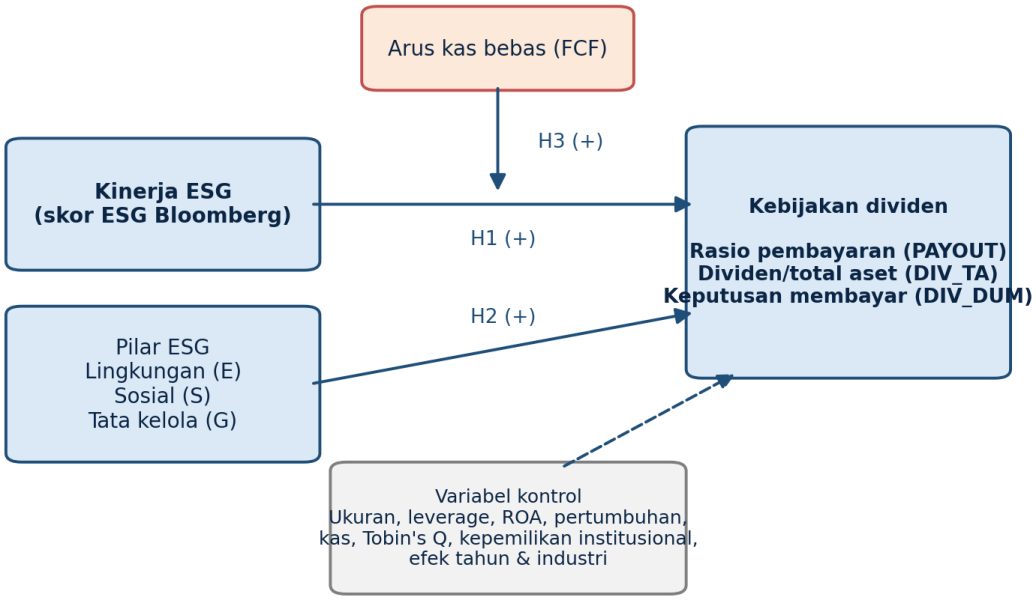
Peran moderasi arus kas bebas diturunkan langsung dari Jensen (1986). Konflik keagenan atas kas hanya relevan apabila kas tersedia dalam jumlah yang melebihi kebutuhan investasi. Pada perusahaan dengan arus kas bebas rendah, dividen dibatasi oleh kapasitas, sehingga orientasi ESG tidak banyak mengubah keputusan dividen. Pada perusahaan dengan arus kas bebas tinggi, orientasi ESG seharusnya menentukan apakah kas berlebih dibagikan atau ditahan: perusahaan

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

ber-ESG tinggi yang lebih disiplin secara tata kelola (Ferrell dkk., 2016) dan yang ingin meredam kecurigaan *overinvestment* (Benlemlih, 2019) akan membagikannya sebagai dividen. Bukti bahwa likuiditas dan keberlanjutan finansial memperkuat hubungan ESG–dividen di Arab Saudi (Almulhim dkk., 2024) dan bahwa cadangan kas memoderasi hubungan tersebut di ASEAN mendukung dugaan ini.

H3: Arus kas bebas memperkuat pengaruh positif kinerja ESG terhadap kebijakan dividen.

Gambar 1 menyajikan model penelitian beserta variabel kontrol yang lazim dalam literatur dividen (Jabbouri, 2016; Cheung dkk., 2018).



Gambar 1. Model penelitian

3. Metode Penelitian

Data dan sampel. Sampel mencakup seluruh perusahaan tercatat di BEI yang memiliki skor kinerja ESG Bloomberg selama 2016–2024. Data dividen per saham, jumlah saham beredar, laba bersih, arus kas bebas, dan variabel keuangan lain diambil dari Bloomberg dalam satuan rupiah. Setelah mengeluarkan observasi dengan data yang tidak lengkap, sampel akhir terdiri atas 141 perusahaan dan 761 observasi perusahaan-tahun untuk model dividen terhadap aset dan keputusan membayar dividen, serta 688 observasi untuk model rasio pembayaran yang hanya didefinisikan pada perusahaan dengan laba positif. Karena data arus kas bebas jarang

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

tersedia bagi perusahaan keuangan, sektor keuangan hanya mewakili 3,5% observasi (Tabel 1).

Tabel 1. Komposisi sampel menurut sektor

Sektor (GICS)	Perusahaan	Observasi	Persentase observasi
Konsumen Primer	28	152	20.0%
Bahan Baku	29	141	18.5%
Jasa Komunikasi	13	88	11.6%
Energi	15	86	11.3%
Real Estat	13	80	10.5%
Industri	14	71	9.3%
Konsumen Diskresioner	12	62	8.1%
Kesehatan	6	38	5.0%
Keuangan	7	27	3.5%
Utilitas	3	13	1.7%
Teknologi Informasi	1	3	0.4%
Total	141	761	100.0%

Sumber: Bloomberg, diolah (2026). Sektor mengikuti klasifikasi Global Industry Classification Standard (GICS).

Variabel penelitian. Kebijakan dividen diukur dengan tiga proksi yang saling melengkapi (Benlemlih, 2019; Malik & Kashiramka, 2025). PAYOUT adalah total dividen tunai (dividen per saham dikalikan jumlah saham beredar) dibagi laba bersih, dihitung untuk perusahaan dengan laba positif. DIV_TA adalah total dividen tunai dibagi total aset, yang tidak bergantung pada laba sehingga dapat dihitung untuk seluruh observasi. DIV_DUM adalah variabel biner bernilai 1 apabila perusahaan membayar dividen tunai pada tahun tersebut. Variabel bebas utama adalah skor kinerja ESG Bloomberg beserta skor pilar E, S, dan G pada skala 0–10. Variabel moderasi adalah arus kas bebas (FCF) yang diskalakan dengan total aset. Variabel kontrol meliputi ukuran, *leverage*, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, kas, Tobin's Q sebagai proksi peluang investasi, dan kepemilikan institusional; efek tetap industri (sektor GICS) dan tahun disertakan pada seluruh model, dan variabel rasio di-*winsorize* pada persentil 1 dan 99.

Model empiris dan teknik estimasi. H1 dan H2 diuji dengan persamaan (1) dan (2), sedangkan H3 diuji dengan persamaan (3) yang menambahkan interaksi antara skor ESG dan arus kas bebas; kedua variabel dalam interaksi dipusatkan pada reratanya (*mean-centered*) agar koefisien utama dapat ditafsirkan pada nilai rerata dan multikolinearitas struktural berkurang. DIV secara bergantian adalah PAYOUT, DIV_TA, dan DIV_DUM.

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 FCF_{it} + \Sigma\beta X_{it} + \gamma_{industri} + \delta_{tahun} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 S_{it} + \beta_3 G_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \Sigma\beta X_{it} + \gamma_{industri} + \delta_{tahun} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 FCF_{it} + \beta_3 (ESG_{it} \times FCF_{it}) + \Sigma\beta X_{it} + \gamma_{industri} + \delta_{tahun} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

X adalah vektor variabel kontrol. Estimasi utama menggunakan *pooled ordinary least squares* dengan efek tetap industri dan tahun serta *standard error* robust yang dikelompokkan per perusahaan (Petersen, 2009); uji Breusch–Pagan menolak homoskedastisitas (χ^2 = 67,7; p < 0,01). Nilai VIF seluruh variabel penjelas berada di bawah 3 (tertinggi 2,87 untuk ROA), sehingga multikolinearitas tidak menjadi masalah. Untuk DIV_DUM, model probabilitas linear dilaporkan sebagai estimasi utama karena kemudahan interpretasi dan kompatibilitas dengan efek tetap, dan regresi logistik dilaporkan sebagai uji ketahanan. Uji Hausman menolak model efek acak (χ^2 = 95,8; p < 0,01), sehingga model efek tetap dua arah (perusahaan dan tahun) diestimasi sebagai uji ketahanan; model ini hanya memanfaatkan variasi dalam perusahaan. Uji ketahanan lainnya adalah skor ESG dengan lag satu tahun dan estimasi ulang pada subsampel non-keuangan. Untuk H3, efek marginal ESG dihitung pada arus kas bebas rendah (rerata dikurangi satu simpangan baku), rerata, dan tinggi (rerata ditambah satu simpangan baku) dengan *standard error* delta. Seluruh analisis dijalankan dengan R versi 4.3.3 di RStudio menggunakan paket *plm*, *lmtest*, dan *sandwich*.

4. Hasil dan Pembahasan

Statistik deskriptif dan korelasi. Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif. Sebanyak 68,6% observasi membayar dividen tunai, dengan rerata rasio pembayaran 36,1% (median 30,0%) dan rerata dividen terhadap aset 3,3%. Rerata skor ESG sebesar 2,73 pada skala 0–10 mencerminkan tingkat kinerja keberlanjutan yang masih rendah, dengan pilar lingkungan (2,22) lebih rendah daripada pilar sosial (2,99) dan tata kelola (3,66). Rerata arus kas bebas terhadap aset sebesar 5,2% dengan simpangan baku 9,3 poin persentase, yang digunakan untuk mendefinisikan arus kas bebas rendah dan tinggi pada pengujian moderasi.

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Tabel 2. Statistik deskriptif

Variabel	N	Mean	SD	Min	Median	Max
Rasio pembayaran dividen (PAYOUT)	688	0.361	0.350	0.000	0.300	1.631
Dividen/total aset (DIV_TA)	761	0.033	0.059	0.000	0.010	0.297
Pembayar dividen (DIV_DUM)	761	0.686	0.464	0.000	1.000	1.000
Skor ESG	761	2.728	1.107	0.560	2.740	5.970
Skor E	761	2.216	1.743	0.000	1.910	8.970
Skor S	761	2.989	1.880	0.000	2.750	9.650
Skor G	761	3.664	0.721	1.650	3.640	6.670
Arus kas bebas/total aset (FCF)	761	0.052	0.093	-0.149	0.040	0.376
Ukuran (ln aset)	761	30.795	1.178	27.420	30.891	33.787
Leverage	761	0.478	0.218	0.084	0.469	1.197
ROA (%)	761	6.523	8.293	-16.964	4.700	37.987
Pertumbuhan penjualan (%)	761	14.014	37.472	-48.213	7.334	254.840
Kas/total aset	761	0.123	0.100	0.004	0.100	0.466
ln Tobin's Q	761	0.353	0.678	-0.616	0.157	2.916
Kepemilikan institusional (%)	761	31.994	30.302	0.000	18.560	93.736

Sumber: Bloomberg, diolah (2026). Variabel rasio di-winsorize pada persentil 1 dan 99; kepemilikan institusional dibatasi maksimum 100%.

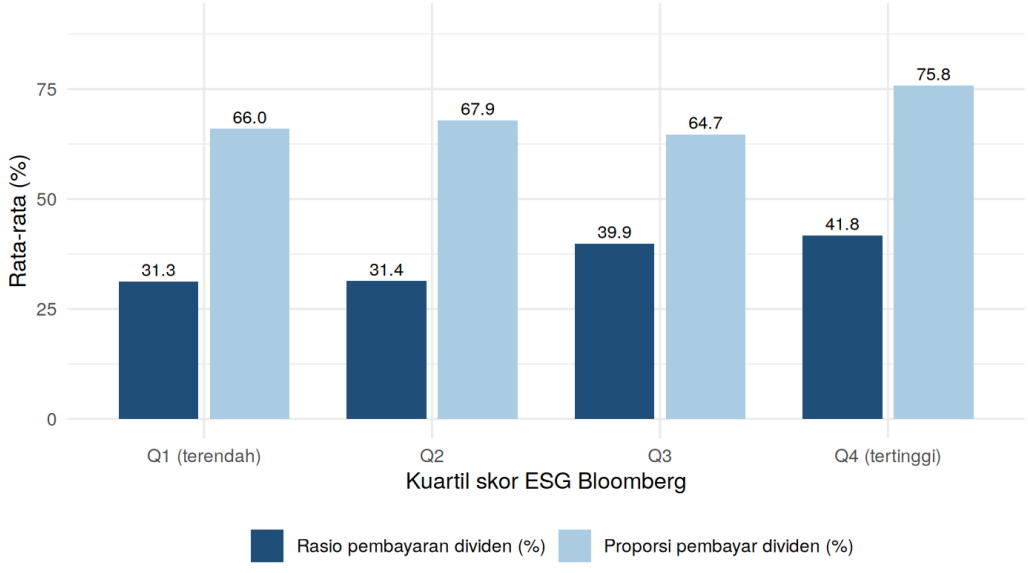
Tabel 3 menunjukkan bahwa skor ESG berkorelasi positif dengan PAYOUT (0,14) dan DIV_TA (0,13), dan lemah dengan DIV_DUM (0,06). Arus kas bebas berkorelasi kuat dengan ketiga ukuran dividen (0,31–0,70) dan dengan ROA (0,68), sehingga pengendalian profitabilitas dan kas menjadi penting agar pengaruh ESG tidak tercampur dengan kapasitas finansial. Korelasi antara ESG dan arus kas bebas hanya 0,09, sehingga kedua variabel menangkap dimensi yang berbeda. Gambar 2 memperlihatkan bahwa rerata rasio pembayaran dividen naik dari 31,3% pada kuartil ESG terendah menjadi 41,8% pada kuartil tertinggi, dan proporsi pembayar dividen naik dari 66,0% menjadi 75,8%, meskipun kenaikan tersebut tidak sepenuhnya monoton.

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Tabel 3. Matriks korelasi Pearson

Variabel	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) PAYOUT	1														
(2) DIV_TA	0.66	1													
(3) DIV_DUM	0.6	0.38	1												
(4) ESG	0.14	0.13	0.06	1											
(5) E	0.11	0.11	0.02	0.73	1										
(6) S	0.09	0.05	0.06	0.76	0.3	1									
(7) G	0.05	0.12	-0.03	0.47	0.14	0.27	1								
(8) FCF	0.42	0.7	0.31	0.09	0.07	0.03	0.07	1							
(9) SIZE	-0.02	-0.09	0.05	0.14	0.18	0.15	-0.09	-0.11	1						
(10) LEV	-0.17	-0.17	-0.18	0.04	-0.15	0.16	0.17	-0.18	0.21	1					
(11) ROA	0.35	0.76	0.39	0.05	0.09	-0.04	0.01	0.68	-0.1	-0.27	1				
(12) GROWTH	-0.12	-0.01	-0.03	-0.02	0.02	-0.04	-0.1	0.01	0.07	0.01	0.13	1			
(13) CASH	0.28	0.29	0.23	0.09	0.09	0.07	0	0.37	-0.06	-0.4	0.29	0.02	1		
(14) lnTQ	0.27	0.52	0.15	-0.01	0.07	-0.13	-0.01	0.38	-0.14	-0.09	0.54	0.04	0.14	1	
(15) INST	0.04	0.04	0.03	-0.03	-0.09	0	0.13	0.01	0.12	0.13	-0.01	-0.08	-0.08	-0.03	1

Sumber: Bloomberg, diolah (2026). SIZE = ukuran, LEV = leverage, GROWTH = pertumbuhan penjualan, CASH = kas/aset, lnTQ = ln Tobin's Q, INST = kepemilikan institusional.



Gambar 2. Rerata rasio pembayaran dividen dan proporsi pembayar dividen menurut kuartil skor ESG. Sumber: Bloomberg, diolah (2026)

Pengaruh kinerja ESG terhadap kebijakan dividen. Tabel 4 melaporkan hasil persamaan (1) pada kolom (1)–(3) dan persamaan (2) pada kolom (4)–(6). Koefisien skor ESG pada model PAYOUT sebesar 0,056 dan signifikan pada tingkat 1%: setiap kenaikan satu poin skor ESG

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

berkaitan dengan rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi 5,6 poin persentase, atau sekitar 16% dari rerata rasio pembayaran sampel. Pada model DIV_TA, koefisien 0,007 juga signifikan pada tingkat 1%, setara dengan kenaikan dividen terhadap aset sebesar 0,7 poin persentase per poin ESG, atau sekitar 21% dari reratanya. Pada model DIV_DUM, koefisien 0,038 positif tetapi tidak signifikan dalam model probabilitas linear. Dengan demikian, H1 didukung untuk besaran dividen, sementara untuk keputusan membayar dukungannya lebih lemah dan bergantung pada spesifikasi, sebagaimana dibahas pada uji ketahanan.

Tabel 4. Hasil regresi kinerja ESG terhadap kebijakan dividen

Variabel	(1) PAYOUT	(2) DIV_TA	(3) DIV_DUM	(4) PAYOUT	(5) DIV_TA	(6) DIV_DUM
Skor ESG	0.056***	0.007***	0.038			
	(0.020)	(0.002)	(0.027)			
Skor E				0.011	0.001	-0.018
				(0.014)	(0.002)	(0.016)
Skor S				0.037***	0.002*	0.048***
				(0.012)	(0.001)	(0.016)
Skor G				-0.013	0.007**	-0.044
				(0.027)	(0.003)	(0.038)
FCF	0.882***	0.195***	0.210	0.908***	0.191***	0.244
	(0.206)	(0.034)	(0.340)	(0.204)	(0.033)	(0.336)
Ukuran	0.002	-0.000	0.039*	0.001	0.000	0.042*
	(0.020)	(0.002)	(0.023)	(0.020)	(0.002)	(0.023)
Leverage	-0.147	-0.007	-0.044	-0.178	-0.012	-0.123
	(0.111)	(0.012)	(0.156)	(0.119)	(0.013)	(0.168)
ROA	0.001	0.003***	0.021***	0.001	0.003***	0.020***
	(0.004)	(0.001)	(0.005)	(0.004)	(0.001)	(0.005)
Pertumbuhan	-0.001***	-0.000***	-0.001	-0.001***	-0.000***	-0.001
	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Kas	0.492**	-0.000	0.492*	0.448*	0.000	0.417
	(0.248)	(0.028)	(0.296)	(0.238)	(0.028)	(0.283)
ln Tobin's Q	0.059	0.018***	-0.098**	0.060*	0.019***	-0.091**
	(0.036)	(0.005)	(0.047)	(0.035)	(0.005)	(0.045)
Kep. institusional	0.001	0.000	-0.000	0.001	0.000	-0.000
	(0.001)	(0.000)	(0.001)	(0.001)	(0.000)	(0.001)
Konstanta	0.077	0.004	-0.689	0.199	-0.034	-0.600
	(0.634)	(0.061)	(0.719)	(0.660)	(0.060)	(0.736)
Efek tetap tahun	Ya	Ya	Ya	Ya	Ya	Ya

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Variabel	(1) PAYOUT	(2) DIV_TA	(3) DIV_DUM	(4) PAYOUT	(5) DIV_TA	(6) DIV_DUM
Efek tetap industri	Ya	Ya	Ya	Ya	Ya	Ya
N	688	761	761	688	761	761
Adj. R^2	0.285	0.686	0.239	0.293	0.689	0.257

Sumber: Bloomberg, diolah (2026). Standard error yang dikelompokkan per perusahaan dalam tanda kurung. ***, **, dan * menunjukkan signifikansi pada tingkat 1%, 5%, dan 10%. Seluruh model menyertakan efek tetap tahun dan industri (GICS). Kolom (3), (6): model probabilitas linear.

Dekomposisi pilar pada kolom (4)–(6) menunjukkan bahwa pilar sosial merupakan pendorong utama. Koefisien S signifikan pada ketiga ukuran dividen (0,037 pada PAYOUT dan 0,048 pada DIV_DUM, keduanya pada tingkat 1%; 0,002 pada DIV_TA pada tingkat 10%). Pilar tata kelola menaikkan DIV_TA (0,007; $p < 0,05$) tetapi tidak berpengaruh pada PAYOUT dan DIV_DUM, sedangkan pilar lingkungan tidak berpengaruh pada satu pun ukuran. H2 dengan demikian didukung sebagian. Dominasi pilar sosial sejalan dengan bukti internasional bahwa dimensi sosial memiliki asosiasi langsung terbesar dengan pembayaran dividen (Lakhal dkk., 2023; Kumar & Ghalke, 2025), dan ketiadaan pengaruh pilar lingkungan konsisten dengan sifat investasi lingkungan yang padat modal sehingga bersaing dengan dividen dalam penggunaan kas. Pengaruh tata kelola pada DIV_TA sejalan dengan temuan Mitton (2004) bahwa perusahaan dengan tata kelola yang lebih baik di pasar berkembang membayar dividen lebih tinggi. Variabel kontrol berperilaku sesuai literatur dividen: arus kas bebas dan ROA meningkatkan dividen secara kuat, pertumbuhan penjualan menurunkan rasio pembayaran, dan Tobin's Q yang tinggi menurunkan probabilitas membayar, konsisten dengan perusahaan bertumbuh yang menahan kas untuk investasi (Fama & French, 2001; DeAngelo dkk., 2006). Adjusted R^2 berkisar antara 0,24 dan 0,69.

Peran moderasi arus kas bebas. Tabel 5 melaporkan hasil persamaan (3). Koefisien interaksi ESG × FCF positif dan signifikan pada tingkat 1% untuk PAYOUT (0,279) dan DIV_TA (0,063), tetapi tidak signifikan untuk DIV_DUM. Karena variabel dipusatkan, koefisien ESG (0,057) menunjukkan pengaruh ESG pada perusahaan dengan arus kas bebas rerata. Tabel 6 menyajikan efek marginal ESG terhadap PAYOUT pada tiga tingkat arus kas bebas: pada arus kas bebas rendah pengaruh ESG hanya 0,031 dan tidak signifikan ($p = 0,153$), pada tingkat rerata 0,057 ($p < 0,01$), dan pada arus kas bebas tinggi 0,083 ($p < 0,01$). Gambar 3 memvisualisasikan pola tersebut: garis prediksi rasio pembayaran untuk perusahaan dengan arus kas bebas tinggi jauh lebih curam daripada garis untuk perusahaan dengan arus kas bebas rendah. H3 didukung untuk besaran dividen.

Tabel 5. Hasil regresi dengan moderasi arus kas bebas

Variabel	(7) PAYOUT	(8) DIV_TA	(9) DIV_DUM
Skor ESG (terpusat)	0.057*** (0.020)	0.007*** (0.002)	0.039 (0.027)

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Variabel	(7) PAYOUT	(8) DIV_TA	(9) DIV_DUM
FCF (terpusat)	0.825*** (0.200)	0.181*** (0.033)	0.153 (0.335)
ESG × FCF	0.279*** (0.104)	0.063*** (0.022)	0.267 (0.202)
Ukuran	0.002 (0.020)	-0.000 (0.002)	0.039* (0.023)
Leverage	-0.165 (0.111)	-0.011 (0.012)	-0.058 (0.157)
ROA	0.000 (0.004)	0.003*** (0.001)	0.020*** (0.005)
Pertumbuhan	-0.001*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.001 (0.001)
Kas	0.511** (0.246)	0.005 (0.026)	0.511* (0.296)
ln Tobin's Q	0.063* (0.036)	0.019*** (0.005)	-0.094* (0.048)
Kep. institusional	0.000 (0.001)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.001)
Konstanta	0.284 (0.638)	0.033 (0.062)	-0.581 (0.737)
Efek tetap tahun	Ya	Ya	Ya
Efek tetap industri	Ya	Ya	Ya
N	688	761	761
Adj. R^2	0.292	0.699	0.242

Sumber: Bloomberg, diolah (2026). Skor ESG dan FCF dipusatkan pada rerata. Standard error yang dikelompokkan per perusahaan dalam tanda kurung. ***, **, dan * menunjukkan signifikansi pada tingkat 1%, 5%, dan 10%.

Tabel 6. Efek marginal skor ESG terhadap PAYOUT pada berbagai tingkat arus kas bebas

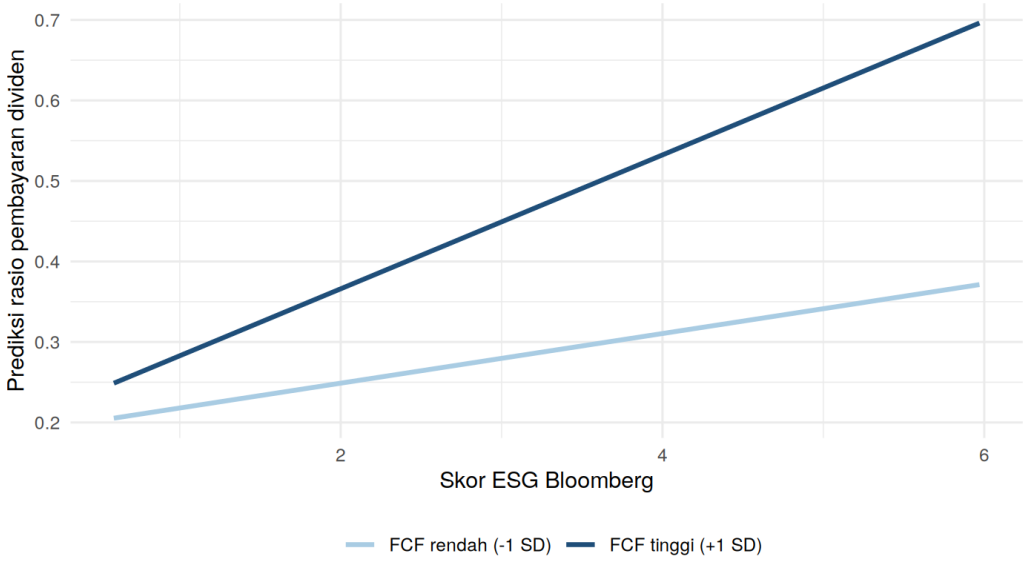
Tingkat arus kas bebas	Efek marginal ESG	Standard error	Nilai p
Rendah (mean - 1 SD)	0.031	0.022	0.153
Rata-rata	0.057***	0.020	0.005
Tinggi (mean + 1 SD)	0.083***	0.023	0.000

Sumber: Bloomberg, diolah (2026). Efek marginal dihitung dari kolom (7) Tabel 5; satu simpangan baku FCF = 0,094. Standard error dengan metode delta.

Pola ini konsisten dengan penjelasan keagenan. Ketika kas berlebih tersedia, perusahaan

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

dengan kinerja ESG yang lebih baik mengembalikannya kepada pemegang saham alih-alih menahannya atau mengalokasikannya pada proyek yang meragukan, sebagaimana diprediksi Jensen (1986) dan sebagaimana dikemukakan Benlemlih (2019) mengenai penggunaan dividen untuk mengelola kekhawatiran overinvestment pada aktivitas sosial; hasil ini juga sejalan dengan Almulhim dkk. (2024). Sebaliknya, pada perusahaan dengan arus kas bebas rendah, kinerja ESG tidak mengubah dividen karena batasnya adalah kapasitas, bukan preferensi, yang menjelaskan mengapa sebagian studi pada perusahaan terkendala finansial menemukan hubungan yang lebih lemah (Ni & Zhang, 2019).



Gambar 3. Prediksi rasio pembayaran dividen menurut skor ESG pada arus kas bebas rendah dan tinggi. Sumber: Bloomberg, diolah (2026)

Uji ketahanan. Tabel 7 merangkum uji ketahanan. Penggunaan skor ESG dengan lag satu tahun (panel B) menghasilkan koefisien yang sedikit lebih besar dan tetap signifikan untuk PAYOUT (0,069; $p < 0,01$) dan DIV_TA (0,009; $p < 0,01$), serta menjadi signifikan pada tingkat 10% untuk DIV_DUM (0,052), sehingga kekhawatiran kausalitas terbalik dapat dikurangi. Pada subsampel non-keuangan (panel C) hasil untuk PAYOUT dan DIV_TA bertahan. Regresi logistik (panel D) menunjukkan bahwa skor ESG meningkatkan peluang membayar dividen pada tingkat 10% (0,286), mendukung H1 secara lemah untuk keputusan membayar.

Tabel 7. Uji ketahanan koefisien skor ESG

Spesifikasi	Statistik	PAYOUT	DIV_TA	DIV_DUM
A. Efek tetap perusahaan & tahun (FEM dua arah)	Koefisien ESG	-0.007	0.001	0.058**
		(0.024)	(0.002)	(0.026)
	N	688	761	761
	R^2	0.058	0.331	0.063

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Spesifikasi	Statistik	PAYOUT	DIV_TA	DIV_DUM
B. Skor ESG lag satu tahun (t-1)	Koefisien ESG	0.069*** (0.022)	0.009*** (0.003)	0.052* (0.029)
	N	576	640	640
	R^2	0.281	0.683	0.250
C. Subsampel non-keuangan	Koefisien ESG	0.051** (0.021)	0.008*** (0.003)	0.012 (0.027)
	N	662	734	734
	R^2	0.300	0.690	0.249
D. Regresi logistik (DIV_DUM)	Koefisien ESG	—	—	0.286* (0.167)
	N	—	—	761
	R^2	—	—	Pseudo R^2 0.283

Sumber: Bloomberg, diolah (2026). Panel A memakai standard error Arellano yang dikelompokkan per perusahaan; R^2 pada panel A adalah R^2 within. Panel B–D memakai spesifikasi Tabel 4 kolom (1)–(3).

Model efek tetap dua arah (panel A) memberikan nuansa penting. Ketika hanya variasi dalam perusahaan yang dimanfaatkan, koefisien ESG pada PAYOUT dan DIV_TA tidak lagi signifikan, sedangkan koefisien pada DIV_DUM justru positif dan signifikan pada tingkat 5% (0,058). Artinya, hubungan antara ESG dan besaran dividen terutama bersifat lintas perusahaan: perusahaan yang secara persisten berkinerja ESG tinggi adalah perusahaan yang secara persisten membayar dividen lebih besar, sementara perbaikan skor ESG dari tahun ke tahun dalam satu perusahaan lebih berkaitan dengan keputusan mulai atau terus membayar dividen daripada dengan kenaikan rasio pembayaran. Pola ini sejalan dengan gagasan bahwa ESG dan dividen sama-sama mencerminkan kualitas tata kelola yang relatif stabil (Ferrell dkk., 2016) dan dengan kelekatan (stickiness) rasio pembayaran dividen sebagaimana dijelaskan Lintner (1956), sehingga perubahan orientasi ESG lebih dahulu tampak pada keputusan biner membayar dividen.

Implikasi. Bagi manajer keuangan, komitmen ESG tidak harus dipertentangkan dengan kepentingan pemegang saham; perusahaan ber-ESG tinggi di Indonesia justru membagikan kas yang lebih besar ketika arus kas bebas berlimpah, sehingga kebijakan dividen dan strategi keberlanjutan dapat dikomunikasikan sebagai satu paket. Bagi investor berorientasi dividen, skor ESG, khususnya pilar sosial, dan arus kas bebas dapat menjadi penyaring yang berguna. Bagi regulator dan bursa, hasil ini menunjukkan bahwa penguatan ekosistem keuangan berkelanjutan sejalan dengan perlindungan pemegang saham minoritas: dorongan terhadap kinerja ESG tidak mengurangi, melainkan mendisiplinkan, distribusi kas kepada pemegang saham di pasar dengan kepemilikan terkonsentrasi.

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

5. Kesimpulan

Penelitian ini menguji pengaruh kinerja ESG terhadap kebijakan dividen dan peran moderasi arus kas bebas pada 141 perusahaan tercatat di BEI selama 2016–2024 dengan data Bloomberg dan regresi data panel di RStudio. Tiga temuan utama diperoleh. Pertama, kinerja ESG berhubungan positif dan signifikan dengan rasio pembayaran dividen dan dividen terhadap aset, dengan pengaruh yang lebih lemah dan bergantung spesifikasi pada keputusan membayar dividen. Kedua, pilar sosial merupakan pendorong utama, pilar tata kelola berpengaruh pada dividen terhadap aset, dan pilar lingkungan tidak berpengaruh. Ketiga, arus kas bebas memperkuat pengaruh ESG secara signifikan: pengaruh ESG terhadap rasio pembayaran tidak signifikan pada perusahaan dengan arus kas bebas rendah dan hampir tiga kali lebih besar pada perusahaan dengan arus kas bebas tinggi. Hasil ini mendukung pandangan bahwa ESG dan dividen bersifat komplementer dan bahwa perusahaan berorientasi ESG menggunakan dividen untuk mendisiplinkan kas berlebih, sejalan dengan teori keagenan arus kas bebas.

Penelitian ini memiliki keterbatasan. Skor ESG bersumber dari satu lembaga pemeringkat dan cakupannya meluas tajam pada 2021; hubungan yang ditemukan sebagian besar bersifat lintas perusahaan, sehingga klaim kausal memerlukan desain identifikasi yang lebih kuat seperti *generalized method of moments* atau eksperimen kuasi berbasis regulasi. Ukuran dividen belum mencakup pembelian kembali saham. Penelitian selanjutnya dapat menguji stabilitas dividen, kecepatan penyesuaian menuju rasio target, peran kepemilikan keluarga dan negara, serta kontroversi ESG.

Referensi

Almulhim, A. A., Aljughaiman, A. A., Al Barrak, T., Chebbi, K., & Amin, N. (2024). The power of ESG in shaping dividend policy: Illuminating the role of financial sustainability in an emerging market. PLOS ONE, 19(12), e0312290. https://doi.org/10.1371/journal.pone.0312290

Athari, S. A. (2021). Does investor protection affect corporate dividend policy? Evidence from Asian markets. Bulletin of Economic Research. https://doi.org/10.1111/boer.12310

Badru, B. O., & Qasem, A. (2021). Corporate social responsibility and dividend payments in the Malaysian capital market: The interacting effect of family-controlled companies. Journal of Sustainable Finance & Investment. https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1979926

Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. Research in International Business and Finance, 47, 114–138. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.005

Bilyay-Erdogan, S., Danisman, G. O., & Demir, E. (2023). ESG performance and dividend payout: A channel analysis. Finance Research Letters, 55, 103827. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103827

Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. Accounting & Finance, 58(3), 787–816. https://doi.org/10.1111/acfi.12238

Dahiya, M., Singh, S., & Chaudhry, N. (2023). Corporate social responsibility and dividend policy in India. Management Decision, 61(10), 3144–3168. https://doi.org/10.1108/MD-08-2022-1152

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. Journal of Financial Economics, 81(2), 227–254. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005

Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. American Economic Review, 74(4), 650–659.

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? Journal of Financial Economics, 60(1), 3–43.

Ferrell, A., Liang, H., & Renneboog, L. (2016). Socially responsible firms. Journal of Financial Economics, 122(3), 585–606. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.12.003

Freeman, R. E. (1984). Strategic management: A stakeholder approach. Pitman.

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. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review, 76(2), 323–329.

Jones, T. M., Harrison, J. S., & Felps, W. (2018). How applying instrumental stakeholder theory can provide sustainable competitive advantage. Academy of Management Review, 43(3), 371–391. https://doi.org/10.5465/amr.2016.0111

Kumar, S., & Ghalke, A. (2025). ESG performance and dividend payout: The moderating role of ESG controversies and legal systems. Business Strategy and the Environment, 34(6), 7210–7227. https://doi.org/10.1002/bse.4355

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. Journal of Finance, 55(1), 1–33.

Lakhal, F., Kuzey, C., Uyar, A., & Karaman, A. S. (2023). The relationship between dividend payout and corporate social responsibility: The moderating effect of shareholder friendliness and board monitoring. Journal of Cleaner Production, 394, 136297. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136297

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. American Economic Review, 46(2), 97–113.

Malik, N., & Kashiramka, S. (2025). Unlocking dividend potential through the power of sustainable disclosures: Moderating role of financial constraints. Business Strategy and the Environment, 34(3), 3086–3113. https://doi.org/10.1002/bse.4139

Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. Journal of

FMI Jawa Timur XVIII 2026
e-ISSN: 3026-4499
Vol. 4
20-22 Oktober 2026

Finance, 40(4), 1031–1051. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x

Mitton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. Emerging Markets Review, 5(4), 409–426. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2004.05.003

Ni, X., & Zhang, H. (2019). Mandatory corporate social responsibility disclosure and dividend payouts: Evidence from a quasi-natural experiment. Accounting & Finance, 59(3), 1581–1609. https://doi.org/10.1111/acfi.12438

Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. Review of Financial Studies, 22(1), 435–480.

Rakotomavo, M. T. J. (2012). Corporate investment in social responsibility versus dividends? Social Responsibility Journal, 8(2), 199–207. https://doi.org/10.1108/17471111211234833

Salvi, A., Nirino, N., Battisti, E., & Gianfrancesco, I. (2024). Payout policy and ESG: A European investigation. Research in International Business and Finance, 67, 102189. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102189

Samet, M., & Jarboui, A. (2017). Corporate social responsibility and payout decisions. Managerial Finance, 43(9), 982–998. https://doi.org/10.1108/MF-01-2017-0020

Seth, R., & Mahenthiran, S. (2022). Impact of dividend payouts and corporate social responsibility on firm value: Evidence from India. Journal of Business Research, 146, 571–581. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.03.053

Sucitawati, N. P. D., & Utama, C. A. (2025). ESG performance, busy directors, dividend payout policy and moderating role of ownership concentration: Indonesian evidence. EKOMBIS Review: Jurnal Ilmiah Ekonomi dan Bisnis, 13(1). https://doi.org/10.37676/ekombis.v13i1.7228

Tran, N. T. A., & Hoang, A. B. M. (2025). ESG performance and dividend policy: Evidence from VN100 firms. VNU Journal of Economics and Business, 5(6), 9–15. https://doi.org/10.57110/vnu-jeb.v5i6.419

Zahid, R. M. A., Taran, A., Khan, M. K., & Chersan, I.-C. (2023). ESG, dividend payout policy and the moderating role of audit quality: Empirical evidence from Western Europe. Borsa Istanbul Review, 23(2), 350–367. https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.10.012

Copyrights

Copyright for this article is retained by the author(s), with first publication rights granted to the journal.

This is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution license (http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)